

Caveat venditor-

Erstatningsansvar for styremedlemmer i børsnoterte selskap for uriktige opplysninger i prospekt.

Kandidatnr: 443

Veileder: Kristin Normann Aarum

Leveringsfrist: 25.november 2003

Til sammen 17606 ord.

25.11.2003

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	OPPGAVENS TEMA OG AVGRENSNING.	1
1.2	BAKGRUNN FOR VALG AV TEMA.	2
1.3	RETTSKILDER	3
1.4	OPPBYGNINGEN AV OPPGAVEN.	4
<u>2</u>	<u>OVERSIKT OVER REGLENE VEDRØRENDE EMISJONER OG PROSPEKTER.</u>	<u>5</u>
2.1	NÅR FORELIGGER DET PLIKT TIL Å UTARBEIDE EMISJONSPROSPEKT?	6
2.2	HVILKE KRAV STILLES TIL INNHOLDET AV PROSPEKTET?	6
2.3	HVILKEN BETYDNING HAR STYRETS ANSVARSERKLÆRINGER I PROSPEKTET?	7
2.4	HVILKEN ROLLE HAR BØRSEN?	9
<u>3</u>	<u>EØS-REGLER</u>	<u>10</u>
3.1.1	RÅDSDIREKTIV 2001/34	11
3.1.2	NYTT DIREKTIV FOR PROSPEKTER.	11
<u>4</u>	<u>SELSKAPETS ANSVAR</u>	<u>14</u>
<u>5</u>	<u>ERSTATNINGSANSVAR FOR STYREMEDLEMMENE.</u>	<u>17</u>
5.1	HJEMMEL FOR ERSTATNINGSANSVAR	17
5.1.1	ALLMENNAKSJELOVENS ANSVARSREGLER	17
5.1.2	ALMINNELIGE ERSTATNINGSREGLER	18
<u>6</u>	<u>ANSVARSGRUNNLAG FOR STYRET</u>	<u>19</u>
6.1	ER STYREANSVARET ER PROFESJONSANSVAR?	19
6.2	ANSVARSGRUNNLAGET OBJEKTIVE SIDE	21

6.2.1	FORTOLKNING AV PROSPEKTET	22
6.2.2	BRUKEN AV SKJØNNSMESSIGE FORMULERINGER I PROSPEKTET	31
6.2.3	PROGNOSER SÆRSTILLING	32
6.2.4	UTELATELSE AV VESENTLIG OPPLYSNING	37
6.3	ANSVARSGRUNNLAGETS SUBJEKTIVE SIDE	38
6.3.1	FAKTISK VILLFARELSE	40
6.3.2	RETTLIG VILLFARELSE	41
6.3.3	INDIVIDUELLE FORHOLD	42
6.4	AKSJETEGNERS FORHOLD	44
<u>7</u>	<u>ÅRSAKSSAMMENHENG</u>	<u>45</u>
7.1	SKILLET MELLOM TAPSKAUSALITET OG TRANSAKSJONSKAUSALITET.	46
7.2	KRAVET TIL ADEKVAT ÅRSAKSSAMMENHENG	49
7.2.1	BEGRENSNING AV DEN ERSTATNINGSBERETTIGTE KRETSEN	50
7.2.2	BETYDNINGEN AV AT OPPLYSNINGENE ER SPREDT GJENNOM MASSEMEDIA	52
7.3	KRITIKK MOT DET GJELDENDE KRAV TIL ÅRSAKSSAMMENHENG	53
7.4	BØR DET INNFØRES EN PRESUMSJON FOR AT AKSJETEGNER HAR HANDLET I TILLIT TIL DE URIKTIGE ELLER VILLEDENDE OPPLYSNINGENE?	56
7.4.1	ER TILLITSPRESUMSJONEN ANVENDBAR I PRIMÆRMARKEDET?	61
7.4.2	SKAL DET VÆRE ADGANG FOR STYRET TIL Å MOTBEVISE TILLITSPRESUMSJONEN?	62
<u>8</u>	<u>ØKONOMISK TAP</u>	<u>66</u>
8.1	HVILKET TAP KAN KREVES ERSTATTET?	66
8.2	BEGRENSING AV ANSVARET	68
<u>9</u>	<u>ØVRIGE TEMAER</u>	<u>69</u>
9.1	STYREANSVARSFORSIKRING	69
9.2	BETYDNINGEN AV ANSVARSFRASKRIVELSER	71
9.3	FORBRUKERVERN FOR AKSJETEGNERE?	73
<u>10</u>	<u>OPPSUMMERING</u>	<u>74</u>
<u>11</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>76</u>

11.1	OFFENTLIGE PUBLIKASJONER	77
11.2	FORKORTELSER	78

1 Innledning

1.1 Oppgavens tema og avgrensning.

Oppgaven tar for seg erstatningsansvaret som kan bli ilagt styremedlemmene i børsnoterte selskaper for uriktige og villedende opplysninger i prospekt.

Børsnoterte selskaper finansierer i stor utstrekning sin virksomhet og ekspansjon ved hjelp av utvidelse av selskapets aksjekapital. Investorer inviteres til å tegne aksjer i selskapet på bakgrunn av de opplysninger som fremgår av prospektet.

En sentral del i gjennomføringen av en emisjon er utarbeidelsen av et prospekt. Dette er et omfattende dokument som skal utgjøre grunnlaget for tegningen av de nye aksjene. Styret har ansvaret for at den oppgitte informasjonen er korrekt. Det har vært eksempler på at uriktig informasjon har ført til en for høy aksjekurs. Denne kursen har så sunket drastisk når de faktiske tall har blitt avdekket.¹

Jeg vil kun ta for meg emisjoner i selskaper som allerede er børsnotert. Emisjoner hvor selskapet ikke er børsnotert vil ikke bli behandlet.

Andre ansvarssubjekter og straffansvar faller således utenfor. Selskapets ansvar vil bli behandlet da det har direkte innvirkning på styrets ansvar. Styrets øvrige ansvar i forbindelse med emisjonen, slik som ansvaret for gjennomføringen og for manglende innbetaling av tegningsbeløp, avgrenses det også mot.

Styrets erstatningsansvar er ikke kollektivt, men vil være et individuelt ansvar for det enkelte styremedlem.² Ansvarsbetingelsene vil i praksis ofte være tilfredstilt for flere

¹ Normann Aarum (1994) s. 19.

² Normann Aarum (1994) s. 67-69.

eller alle styremedlemmer. De vil da hefte solidarisk for saken, jf. skadeserstatningsloven § 5-3. I løpet av fremstillingen vil jeg bruke begrepene ”styret” og ”styremedlem” uten at dette er ment å ha noen innvirkning på at ansvaret er individuelt, dette kun gjort av hensyn til leseforståelsen.

Rettsreglene som regulerer prospekters innhold er kasuistisk utformet. Dette innebærer at det er lite hensiktsmessig å foreta en fullstendig gjennomgang av disse innenfor oppgavens rammer. Disse vil derfor kun bli behandlet i begrenset utstrekning.

1.2 Bakgrunn for valg av tema.

Børsmarkedet har i den seneste tid vært preget av økonomiske nedgangstider. Mange har opplevd å bli ruinert som følge av at investeringer har tapt seg kraftig i verdi. Utviklingen i Norge har gått i retning av et økt fokus på styrets erstatningsansvar. Denne utviklingen er en del av en internasjonal trend.³

Adgangen for aksjetegnerne til å hevde seg ubundet av aksjetegningen som følge av ugyldighet, er i realiteten avskåret når aksjetegningen er registrert i Foretaksregisteret, se asal. § 10-7 jf § 2-10 og vphl. § 5-13. Et erstatningskrav mot selskapet vil innebære det samme som om aksjetegningen anses som ugyldig. Hvis det skulle åpnes for at aksjetegnere kunne påberope seg ugyldighet, ville dette medføre at kapitalforhøyelsens forutsetning om å tilføre selskapet ny kapital blir borte. På denne bakgrunn kan aksjetegnere etter norsk rett ikke kreve erstatning av selskapet som følge av uriktige opplysninger i prospektet.

Aksjetegner er videre avskåret fra å påberope seg avtalelovens alminnelige ugyldighetsregler og obligasjonsrettslige prinsipper om mislighold, da disse etter norsk rettsoppfatning står tilbake for aksjerettslige prinsipper.⁴

³ Normann Aarum (2002) s. 245.

⁴ Normann Aarum (2002) s. 263.

Et erstatningsansvar for styremedlemmene vil ikke berøre selskapskapitalen, og aksjetegnerne kan således rette sitt krav mot disse. Sett i lys av at vi har fått et økende fokus på styremedlemmenes ansvar og plikter, anså jeg derfor dette som et interessant tema.

Det vil være ønskelig å finne en balansegang mellom å redusere styrets erstatningsansvar og behovet for å verne om investorenes interesser. Dette har blitt godt uttrykt av Arthur Lewitt, styreformann U.S. Securities and Exchange Commission:

”Imagine, if you will, a world in which the remedy against fraud is too weak: companies will be able to say anything they want about themselves or their expectations, but investors do not want to risk their capital. Imagine on the other hand, a world in which the remedy against fraud is too strong: any mistake in any company statement will risk huge lawsuits alleging fraud, so no company will be able to raise capital. Either way, our capitalist system is the loser. What we need is a balance between caveat emptor and caveat venditor – between “buyer beware” and “seller beware”.⁵

1.3 Rettskilder

Sentrale lover i denne avhandlingen er allmennaksjeloven og lov om verdipapirhandel. Av forskrifter er det naturlig å nevne børsforskriften, da den inneholder detaljerte regler for utarbeidelsen og innholdet av prospekter.

Børs- og verdipapirretten er meget internasjonalt rettet med betydelig regulering innenfor EU/EØS-området.⁶ De rådsdirektiver med regler for børsemisjonsprospekter er behandlet under punkt 3.

Når det gjelder juridisk litteratur er det i Norge begrenset med fremstillinger av børs- og verdipapirrett. Den eneste samlede fremstillingen er Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett.

⁵ Lewitt s. 306. (Sitatet er hentet fra Af Sandeberg s. 26)

⁶ Bergo s 25

Kristin Normann Aarums doktoravhandling fra 1994 om styremedlemmers erstatningsansvar gir en grundig gjennomgåelse av de forskjellige ansvarssituasjoner som styret kan komme i. Denne fremstillingen er dog relativt gammel, og bærer på visse steder preg av dette.

Catarina af Sandebergs doktoravhandling fra 2001 har gir en meget informativ fremstilling av styrets prospektansvar.

Jeg har i stor utstrekning benyttet meg av nordisk litteratur. Dette skyldes i stor grad at det har vært et utstrakt nordisk samarbeid ved utformingen av de gjeldende aksjelover. At nordisk litteratur er en relevant rettskildefaktor fremgår for øvrig av Høyesterettspraksis. I Rt 1991.119 siterte Høyesterett fra en dansk selskapsrettlig fremstilling.⁷

1.4 Oppbygningen av oppgaven.

Oppgaven vil gjøre rede for de regler som pålegger børsnoterte selskaper å utarbeide prospekter.

Videre vil jeg ta for meg hvilke betingelser som må foreligge for at erstatningsansvar kan ilegges. Det er de alminnelige erstatningsrettslige vilkårene for erstatning som setter rammen for fremstillingen av styremedlemmens erstatningsansvar. Oppgaven vil derfor ta for seg kravene til ansvarsgrunnlag, årsakssammenheng og økonomisk tap. Det vil bli gjort rede for hva som kreves for at disse kravene skal være oppfylt. Videre vil det være et tema om de alminnelige kravene medfører en hensiktsmessig rettstilstand.

Den tradisjonelle oppdelingen i tre avgrensede erstatningsvilkår er ikke alltid like hensiktsmessig, da enkelte vurderinger går på tvers av disse. Konkret for denne fremstillingen kan nevnes kravet til at de uriktige eller villedende opplysningene må

⁷ Rt 1991.119 på s. 125

være vesentlige. Dette har innvirkning på om det foreligger ansvarsgrunnlag og årsakssammenheng samt vurderingen av erstatningsutmålingen. Jeg har allikevel valgt å følge den tradisjonelle avgrensningen i fremstillingen, da dette må antas å gi best struktur.

2 Oversikt over reglene vedrørende emisjoner og prospekter.

Beslutning om å gjennomføre en forhøyelse av aksjekapitalen må som utgangspunkt treffes av generalforsamlingen, med flertall som for vedtektsendringer. Jf asal. § 10-1 (1). Styret kan etter fullmakt fra generalforsamlingen også treffe vedtak om kapitalforhøyelse jf asal. §§ 10-14 flg.

Generalforsamlingens kompetanse til å vedta kapitalforhøyelse er avhengig av at styret fremmer forslag om dette, jf asal. § 10-3 (1). Uten slikt forslag vil ikke generalforsamlingen kunne behandle saken. Det følger videre av asal. § 10-3 annet og tredje ledd at styrets forslag skal være begrunnet og at det skal inneholde en kort redegjørelse.

Hvis emisjonen blir gjennomført uten å ha hjemmel i en gyldig beslutning, vil resultatet bli at aksjetegningene blir ansett om ugyldige, jf Rt 1997.1312.

I aksjeselskaper kan bare aksjonærer eller bestemte navngitte personer innbys til å tegne aksjer, jf aksjeloven § 10-1 første ledd tredje punktum. En tilsvarende begrensning gjelder ikke for allmennaksjeselskaper. Der er derfor kun allmennaksjeselskaper som kan tilby sine aksjer over børs.

Vernet av aksjetegneres interesser ved emisjoner er i stor grad basert på selskapets informasjonsplikt. Ved at de har tilstrekkelig informasjon kan de gjøre en veloverveid vurdering av investeringens antatte risiko. Som det fremgår ovenfor kan det få store

konsekvenser hvis opplysningene er uriktige eller villedende. Dette innebærer at prospektene er en meget viktig del av emisjonsprosessen.

2.1 Når foreligger det plikt til å utarbeide emisjonsprospekt?

I alminnelighet er det vphl. kapittel 5 som inneholder reglene for utstedelse av prospekt. For børsnoterte selskaper gjelder de strengere regler i henholdsvis børsloven, lov 17.11. 2000 nr. 80, og i børsforskriften.⁸ Børsforskriften er i stor grad basert på rådsdirektiv 80/390/EØS, se nærmere om dette nedenfor.

Som utgangspunkt gjelder det etter børsforskriften § 18-1 en plikt til å utarbeide emisjonsprospekt ved enhver utstedelse av børsnoterte aksjer i de tilfelle hvor de nyutstedte aksjer utgjør 10 % eller mer av aksjekapitalen i den aksjeklasse som allerede er børsnotert. Unntak fra dette er listet i § 18-1 annet ledd nr 1-5. Disse vil ikke bli behandlet i oppgaven.

2.2 Hvilke krav stilles til innholdet av prospektet?

For at aksjetegnere skal ha nytte av prospektet som grunnlag for sin beslutning, er det klart at prospektet må inneholde en rekke opplysninger om det emitterende selskap, om både økonomiske så vel som øvrige forhold. Børsforskriften oppstiller en rekke krav til hva emisjonsprospektet skal inneholde.

Utgangspunktet kan tas i børsforskriften § 14-1, hvor det heter at:

”Prospekt utarbeidet etter denne forskrift del V skal opplyse om alle forhold som, avhengig av særlige forhold hos selskapet, er nødvendige for at investorene og deres investeringsrådgivere skal kunne foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva og passiva, økonomiske stilling, resultater og utsikter, og av rettigheter knyttet til aksjene. Prospektet skal ikke inneholde villedende eller ufullstendige opplysninger om forhold som må tillegges vekt ved bedømmelsen av spørsmålet om å erverve eller avhende aksjer i selskapet.”

⁸ F17.01.1994 nr 30 Børsforskrift.

Bestemmelsen må forstås slik at det ikke uten videre vil være tilstrekkelig å gi opplysninger av ”..ikke uvesentlig betydning for kursen” slik børsnoterte selskapers alminnelige informasjonsplikt kommer til uttrykk i børsforskriftens § 5-2.⁹ Prospektet må i tillegg opplyse om alle forhold som er nødvendige for en velfundert vurdering av de ulike forhold som nevnes. Hva som menes med nødvendig fremgår ikke klart av ordlyden, men informasjonsplikten må være mer omfattende enn hva som følger av den løpende informasjonsplikten et børsnotert selskap er pålagt.¹⁰

Børsforskriften oppstiller i kapittel 15 detaljerte regler om innholdet av prospekter. For emisjonsprospekter følger supplerende regler av børsforskriftens kapittel 18.

Emisjonsprospektet vil være et omfattende informasjonsdokument. I henhold til børsforskriften § 15-2 skal prospektet inneholde detaljerte og omfattende krav til opplysninger vedrørende blant annet selskapets økonomiske forhold, dets vedtekter, aksje- og lånekapital, virksomhet og investeringsplaner med mer. § 18-3 stiller krav til detaljert informasjon om den planlagte emisjonen.

De krav til opplysninger som fremgår av børsforskriftens kapittel 15 og 18 er ikke uttømmende. De mer skjønnsmessige kriterier fremgår av børsforskriftens § 14-1, og disse må selskapet selv tolke og utfylle.¹¹

I den grad enkelte av innholdskravene ikke lar seg oppfylle, eller ikke er hensiktsmessig å oppfylle, kan det søkes dispensasjon etter børsforskriftens § 14-3. Med hjemmel i denne bestemmelsen kan børsen stille ytterligere krav til prospektets innhold.

2.3 Hvilken betydning har styrets ansvarserklæringer i prospektet?

Det har utviklet seg en viss oppfatning i teorien om at styremedlemmene kan risikere å bli objektivt ansvarlige for opplysningene gitt i prospektet. Bakgrunnen for denne oppfatningen er de erklæringer som styret må avgi i forbindelse med utgivelsen av prospektet, jf børsforskriftens § 14-2. Det stilles krav til at samtlige styremedlemmer skal avgi en erklæring:

⁹ Bergo s. 379.

¹⁰ Bergo s. 379.

¹¹ Bergo s. 379

”om at opplysningene i prospektet så langt de kjenner til er i samsvar med de faktiske forhold, og at det ikke forekommer utelatelser som er av en slik art at de kan endre prospektets betydningsinnhold.”

Bergo er av den oppfatning at styremedlemmene vil hefte på objektivt grunnlag så langt det følger av de ansvarserklæringer som inntas i prospektet.¹² I de tilfelle hvor styret ikke har benyttet seg av adgangen til å innta reservasjoner i erklæringen, vil erklæringen etter hans oppfatning tilfredsstillende kravene til ”tilsikringsansvar.”

Ordlyden i bestemmelsene kan synes å tale for at styret har et objektivt ansvar. Det er imidlertid ingenting i forarbeidene som taler for at lovgiver ville innføre et objektivt ansvar. Det er nok mer korrekt å oppfatte bestemmelsen i børsforskriftens § 14-2 som en presisering av det alminnelige uaktsomhetsansvaret.¹³

Sæbø avviser et objektivt ansvar under henvisning til at opplysningssvikt som ikke kan henføres til subjektivt, ansvarsbetingende forhold hos et ansvarssubjekt, må betraktes som en investeringsrisiko som naturligst plasseres hos investor.¹⁴

Å ilegge styremedlemmene et objektivt ansvar på bakgrunn av ansvarserklæringene synes innebære en for vid tolkning. Sett i sammenheng med at styret i henhold til allmennaksjelovgivningen har et uaktsomhetsansvar ovenfor selskapet og øvrige interne parter, jf. asal §17-1, vil det være urimelig om de skal bli påført et objektivt ansvar ovenfor aksjetegnerne.

Klart nok kan det ikke hevdes at erklæringene ”ikke blir tatt på alvor” eller at ”ingen i markedet legger noe ansvarsbetingende i slike erklæringer.”¹⁵ Men det er et stort steg fra et slikt synspunkt til det at erklæringene innebærer et objektivt ansvar.

¹² Bergo s. 406

¹³ Knudsen s. 6.

¹⁴ Sæbø s. 575.

¹⁵ Bergo s. 403.

Hvis lovgiver ønsket å pålegge styret et objektivt ansvar, ville det ha vært nødvendig med en klar lovendring. Slik bestemmelsen lyder i dag, må de antas å kun være en presisering av at det er styret som står ansvarlig for prospektets riktighet. Uten slik erklæring ville prospektets troverdighet ble redusert.

2.4 Hvilken rolle har børsen?

I henhold til vphl § 5-7 skal børsen foreta en forhåndskontroll av prospektet før emisjonen plasseres i markedet. Dette gjelder kun for emisjoner hvor aksjene er eller søkes børsnotert. I § 5-7 annet ledd er børsens kontroll oppgave uttrykt slik:

”Børsen skal påse at prospektet inneholder de opplysninger som kreves etter lov eller forskrift.”

Det er ikke bestemmelsen intensjon at børsen skal ha noen aktiv rolle med å kontrollere om de oppgitte opplysningene er korrekte. Kontrollen begrenser seg til å kontrollere at prospektet faktisk inneholder de opplysninger som kreves etter lov og forskrift.

Børsen har kompetanse til å nedlegge forbud mot gjennomføring av emisjon hvis slike forhold blir avdekket, jf vphl 5-7 fjerde ledd. Dette er i samsvar med uttalelser i lovens forarbeider¹⁶

Resultatet blir således at selv om børsen har godkjent prospektet, innebærer dette ingen garanti for at opplysninger som fremkommer der er korrekte.

¹⁶Se Ot.prop. nr 29 (1996-97) side 100.

3 EØS-regler

Ved EØS-avtalen forpliktet Norge seg til å bringe sin selskapslovgivning i samsvar med de krav som EU stiller til medlemslandene, jf EØS-avtalen art. 77¹⁷ Da norsk rett bygger på det dualistiske prinsipp, må det egen lov eller rettsakt til for at disse regler får internrettslig virkning i Norge.¹⁸

Per dags dato er det to rådsdirektiv som regulerer prospekter, henholdsvis EUs rådsdirektiv 2001/34 og 89/298. Sistnevnte omhandler prospektreglene for verdipapirer som ikke allerede er børsnotert, og vil derfor ikke behandles i det følgende. Søkes verdipapiret børsnotert, eller er det allerede børsnotert, gjelder reglene i rådsdirektiv 2001/34. Dette direktivet er en direkte videreføring av det tidligere rådsdirektiv 80/390/¹⁹. Disse reglene er inkorporert i norsk rett i børsforskriften.²⁰

Den nasjonale lovgivning i de fleste medlemsstatene er betydelig mer omfattende enn de krav som følger av direktivene.²¹ Dette skyldes i stor grad at direktivene ikke er spesielt vidtgående, samt at de er av eldre dato. Det stilles i dag strengere krav til tilgang på informasjon og riktigheten av den informasjon som gis. Dette har vært et av motivene bak arbeidet med et nytt prospektdirektiv.²²

Jeg vil i det følgende gi en oversikt over reglenes innhold

¹⁷ Andenæs, s 7.

¹⁸ Bergo s. 25.

¹⁹ Edgren, s 95.

²⁰ Bergo s.363.

²¹ Krüger Andersen/Jul Clausen s 32

²² Edgren s. 95

3.1.1 Rådsdirektiv 2001/34

I Norge er reglene i dette direktivet inkorporert ved transformasjon gjennom vedtakelsen av børsforskriften.²³

Av dette direktivets artikkel 4 fremgår det at et børsprospekt skal inneholde all den informasjon som en investor trenger for å kunne foreta en velfundert bedømmelse av det emitterende selskaps aktiva og passiva, finansielle situasjon, gevinster og tap fremtidige utsikter.

Innholdet i det opprinnelige børsdirektivet har blitt endret gjennom implementeringen av tre nye direktiver, 87/345/EØS, 90/211/EØS og 94/18/EØS. Disse direktiver medføre nye krav til medlemslandenes gjensidig godkjenning av emisjonsprospekter. Etter de gjeldende regler har en medlemsstat plikt til å godkjenne et prospekt fra en annen medlemsstat. Dette gjelder kun i en tidsperiode på tre måneder fra prospektet ble opprinnelig godkjent.

Børsdirektivet inneholder ingen sanksjonsregler, men krever at det skal opplyses hvem som står ansvarlig for prospektet, jf. børsdirektivet vedlegg A kapittel 1 punkt 1.1. Videre skal de ansvarlige parter avgi en erklæring om at prospektet er i samsvar med de faktiske forhold, og at det ikke forekommer utelatelser som kan forandre prospektets meningsinnhold

3.1.2 Nytt direktiv for prospekter.

På bakgrunn av den kritikk som har vært rettet mot de gjeldende direktiver, har det vært ønskelig med et nytt direktiv på dette området. Dette arbeidet har pågått en stund nå, og den 15. juli 2003 offentliggjorde ministerrådet sin tilslutning til rådsdirektivets innhold.

²⁴ Direktivet skal være inkorporert i nasjonal lovgivning i løpet av våren 2005.²⁵

²³ Børsforskriften er basert på rdir. 80/390.

²⁴ pressemelding 15.7.2003, dok.nr IP/03/1018. tilgjengelig på http://europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p_action.gettxt=gt&doc=IP/03/1018/0/AGED&lg=EN&display=

Et hovedformål er å sørge for ytterligere harmonisering av de gjeldende regler i medlemslandene. I motsetning til de tidligere direktiver, er dette direktivet ment å være fullharmoniserende.²⁶ Dette innebærer blant annet at medlemslandene ikke kan oppstille ytterligere krav til hva prospektet skal inneholde enn det som følger av direktivet.

Nytt er også innføringen av et såkalt ”europapass”, som gjør at de verdipapir som er omhandlet i prospektet fritt kan tilbys over grensene, eller opptas til handel i de respektive lands verdipapirmarkeder når godkjennelse foreligger i et medlemsland.²⁷

Rådsdirektivet innfører også et nytt format for prospekter. Mens prospektet tidligere skulle bestå av et enkelt dokument, kan utgiveren av prospektet i tillegg velge om prospektet skal utgis i tre deler, jf artikkel 5.3. Prospektet kan etter de nye reglene bestå av et registreringsdokument, et verdipapirsnotat og et sammendrag.²⁸

Registreringsdokumentet skal inneholde informasjon om det emitterende selskap, mens verdipapirsnotatet skal inneholde informasjon om det verdipapir som tilbys. Sammendraget skal inneholde informasjon fra de to andre delene. Denne skal være kortfattet, skrevet i et ikke-teknisk språk, og opplyse om de vesentligste opplysningene om selskapet, eventuell garantist og verdipapiret, jf. artikkel 5.2. Likeledes skal det opplyses om hvilken risiko som er forbundet med disse.

Oppsummeringen skal i tillegg inneholde diverse advarsler, som for eksempel at den kun skal anses være en introduksjon til selve prospektet, og at en eventuell investeringsbeslutning må fattes på grunnlag av en vurdering av hele prospektet. Av spesiell interesse er at sammendraget skal inneholde en advarsel om den ansvarsbegrensning som gjelder for innholdet av sammendraget. Erstatningsansvar kan kun påberopes i de tilfelle hvor sammendraget er:

²⁵ Edgren s. 109.

²⁶ Edgren s. 98.

²⁷ Edgren s. 98.

²⁸ i den engelske teksten angitt som “a registration document, a securities note and a summary note”

” misleading, inaccurate or inconsistent when read together with the other parts of the prospectus.”²⁹

Når det gjelder erstatningsansvaret generelt skal medlemslandene sørge for at ansvaret for prospektet skal ligge hos enten selskapet eller dets forvaltnings- ledelse eller kontrollorgan., tilbyderer eller en garantist.

²⁹ Artikkel 5.2 litra d.

4 Selskapets ansvar

Som det fremgår av det ovenstående er aksjetegnerne som hovedregel avskåret fra å erklære aksjetegningen ugyldig. Dette skyldes at aksjetegnere kun i begrenset utstrekning kan hevde aksjetegningen ugyldig etter at den er registrert i Foretaksregisteret. Dette følger av asal § 10-7 som gir regelen i asal § 2-10 tilsvarende anvendelse ved kapitalforhøyelser. Tilsvarende begrensing gjelder for ugyldighetsregelen i vphl. § 5-13.

Det er kun de sterke ugyldighetsgrunner som ikke avskjæres ved registreringen i Foretaksregisteret.³⁰ Disse er dog ikke særlig praktiske ved aksjetegning.³¹

Registrering i Foretaksregisteret skjer vanligvis innen et par timer etter at aksjetegneren har innbetalt tegningsbeløpet.³² For alle praktiske formål er dermed erstatnings- og andre tilbakesøkningskrav mot selskapet ikke lenger mulig når en kapitalforhøyelse er registrert i Foretaksregisteret.³³

Dagens rettstilstand oppstiller følgelig betydelige begrensninger i tegners adgang til å gjøre gjeldende ugyldighet.³⁴

Høyesterett i tidligere dommer har brukt ansvaret for styret og andre tillitsmenn som et tungtveiende moment mot å statuere ugyldighet.

I Labogas-dommen, Rt 1996 s 1463, kom dette klart til uttrykk. Saken dreide seg om et krav fra kommandittister som hevdet seg ubundet og ikke forpliktet til å betale

³⁰ Andenæs s. 110.

³¹ Bergo s. 416.

³² Bergo s. 414.

³³ Bergo s. 417.

innskudd, da de mente seg villedet ved tegningen. Høyesterett avviste kravet da disse innsigelsen hadde gått tapt ved registreringen av innskuddet. Selv om det i dommen var snakk om et kommandittselskap, uttalte Høyesterett i et obiter dictum at vurderingene ville være de samme for aksjeselskaper.

Høyesterett uttalte i relasjon til kommandittistenes mulighet for å kreve sitt tap dekket gjennom erstatning fra selskapet at:

” Om kommandittistene skulle gis medhold i et slikt krav, ville de ved å gå veien om erstatning svekke det dekningsgrunnlag som selskapskreditorene skulle sikres gjennom registreringen. Et erstatningskrav må i tilfelle rettes mot personer som eventuelt er ansvarlige for uriktige opplysninger i tegningsgrunnlaget.”³⁵

Sverige har tradisjonelt hatt samme begrensning som vi har i Norge. I forbindelse med arbeidet med forslag til ny aksjeselskapslov i Sverige, har Aktiebolagskommittén foreslått at det innføres en regel om erstatningsansvar for selskapet ovenfor aksjonærer som er påført tap som følge av uriktige opplysninger i prospekt.³⁶ Forslaget er blant annet begrunnet med at de hensyn som taler for å ilegge selskapet et erstatningsansvar er så tungtveiende at man bør åpne for at aksjetegnerne kan få erstatning av selskapet for feil i prospektet.³⁷ Videre er forandringen ønsket for å få rettstilstanden i Sverige i overensstemmelse med utenlandske regler.³⁸

Utviklingen synes altså å gå i retning av at selskapet kan bli holdt erstatningsansvarlig ovenfor sine aksjonærer.

Da det tradisjonelt har vært stor rettslikhet i Norden på dette rettsområdet, og sett i sammenheng med at utviklingen i Sverige er i samsvar med internasjonal rett, bør det også i Norge åpnes for at selskapet kan bli erstatningsansvarlig.

³⁴ Werpen s. 624

³⁵ Rt 1996 s. 1463 på s. 7-8 av dommen.

³⁶ SOU 2001:1 s 196-197.

³⁷ Af Sandeberg Kommentar s 1

³⁸ Normann Aarum (2002) s. 265.

Gjeldende rett hjemler allikevel ikke et slikt ansvar, og aksjetegnere er således fortsatt henvist til å søke erstatning fra styret. At selskapet ikke kan holdes erstatningsansvarlig, er derfor fortsatt et tungveiende moment for å ilegge styremedlemmene erstatningsansvar.

5 Erstatningsansvar for styremedlemmene.

5.1 Hjemmel for erstatningsansvar

Enhver person som handler på vegne av et allmennaksjeselskap, kan risikere å bli holdt erstatningsansvarlig hvis han eller hun handler i strid med sine ilagte plikter.

Utgangspunktet er at det er den alminnelige culparegel som utgjør ansvarsgrunnlaget, men dette gjelder ikke ubetinget. Det er omtvistet at styremedlemmene hefter på grunnlag av den ulovfestede culparegelen overfor aksjetegnerne når det er gitt uriktige opplysninger i prospektet, jf. ovenfor under pkt 2.3.. Jeg vil i den videre drøftelse legge til grunn at styret har et culpaansvar.

5.1.1 Allmennaksjelovens ansvarsregler

Påfører styremedlemmene selskapet tap ved forsettelig eller uaktsom utførelse av sine oppgaver, kan de bli holdt erstatningsansvarlige ovenfor selskapet. Dette er hjemlet i asal. § 17-1. Det er kun ansvaret ovenfor selskapet som er hjemlet i denne bestemmelsen. Dette kalles også det interne ansvaret. Bestemmelsen hjemler ikke ansvar ovenfor andre, såkalt eksternt ansvar. Etter den tidligere aksjelovs § 15-1 var både det interne og det eksterne ansvaret lovhjemlet. Ved lovendringen ble det eksterne ansvaret tatt ut av bestemmelsen. Bakgrunnen for denne endringen fremgår ikke av lovens forarbeider. En realitetsendring er det klart at lovendringen ikke var ment å innebære. Antagelig skyldes endringen at de øvrige regler i kapittel 17 gjelder søksmål fra selskapet som følge av skade påført dette.

Det eksterne ansvaret er nå hjemlet i ulovfestede erstatningsregler. Erstatningsansvaret etter den gjeldende allmennaksjelov er en videreføring av uaktsomhetsansvaret, og eldre rettspraksis vil være relevant ved vurderingen av dagens rettsstilstand.

5.1.2 Alminnelige erstatningsregler

Utgangspunktet i norsk erstatningsrett er at tre kumulative grunnvilkår må være oppfylt for at erstatningsansvar kan bli ilagt. Disse vilkårene er at den skadevoldende part må ha utvist culpa, eller uaktsomhet. Videre må det foreligge årsakssammenheng mellom den skadevoldende handling og den oppståtte skade. Endelig er det et vilkår om skaden må innebære en erstatningsmessig skade for den skadelidte.

Det er således disse tre vilkårene som må være oppfylt for at styret skal kunne holdes erstatningsansvarlig ovenfor aksjetegnerne. I punkt 6 til 8 nedenfor drøftes derfor hva som skal til for å anse vilkårene oppfylt.

6 Ansvarsgrunnlag for styret

I juridisk teori har det tradisjonelt vært vanlig å sonde mellom de objektive og subjektive betingelser for at det skal foreligge ansvarsgrunnlag. Culpabegrepet har blitt delt opp i en objektiv uforsvarlighets- og en subjektiv tilregnelighetsbetingelse; Avgjørende blir således at det foreligger en objektivt sett uforsvarlig adferd, og denne må kunnes tilregnes skadevolder som uaktsom.³⁹

For å avgjøre om den objektive delen av ansvarsgrunnlaget er oppfylt, blir spørsmålet om den skadegjørende handling har overskredet grensene for handlefriheten som er trukket av rettsordenen av hensyn til det skadete rettsgode eller den skadete interesse.⁴⁰ I tråd med denne oppfatningen vil spørsmålet om styremedlemmene kan ilegges erstatningsansvar, være avhengig av at det foreligger feil ved prospektet. Finner man at det er tilfelle, vil det på den subjektive side være nødvendig at styret har utvist tilstrekkelig skyld.⁴¹

6.1 Er styreansvaret er profesjonsansvar?

Frie yrkesutøveres ansvar for rene formuestap blir gjerne omtalt som profesjonsansvar.⁴² Yrkesgrupper som er omfattet av dette vil typisk være advokater, meglere og revisorer. Det som kjennetegner profesjonsansvaret er at kravet til aktsomhet og forsvarlig profesjonsutøvelse settes høyt.⁴³

Dette synet er blant annet kommet til uttrykk i Rt. 2003 s. 400:

³⁹ Normann Aarum (1994) s. 187.

⁴⁰ Normann Aarum (1994) s. 188.

⁴¹ Normann Aarum (1994) s. 188.

⁴² Lødrup s. 280.

” Det generelle rettslige utgangspunktet - som partene så vidt jeg skjønner er enige om - er at det gjelder et strengt profesjonsansvar, men at det likevel er rom for en viss kritikkverdig atferd før det blir tale om erstatningsbetingende uaktsomhet”⁴⁴

Da profesjonsansvar innebærer et ansvar som begrunnes med spesielle regler for hvorledes en spesiell gruppe skal utøve sitt yrke, vil det være liten eller ingen plass for subjektive faktorer ved culpavurderingen.⁴⁵

Reglene om styremedlemmers erstatningsansvar synes å ha en rekke paralleller til profesjonsansvaret.⁴⁶ Dette skyldes i stor grad den økte fokuseringen på ansvarsgrunnlagets objektive side.

Lødrup synes å forutsette at styremedlemmene er ilagt et profesjonsansvar.⁴⁷ Etter hans oppfatning vil dog kravet til forsvarlig adferd fra styremedlemmene variere ut i fra formålet til den virksomhet som skal utøves. Det vil være større adgang for styret i et aksjeselskap til å ta risiko enn for styret i et legat som skal forvalte en legatkapital. Det ligger i selve aksjeselskapsformen at det ikke nødvendigvis er uforsvarlig å utsette selskapet og dets kreditorer for tapsrisiko.⁴⁸ For styret i et aksjeselskap vil det i en del tilfelle foreligge nærmest en plikt til å ta en viss risiko for å oppnå en fortjeneste. Hvis resultatet isteden blir tap, er bør det ikke medføre ansvar hvis vurderingen er gjort på grunnlag av en ”normal forretningsmessig vurdering”. Dette synspunktet er velkjent og bredt akseptert allerede i flere gamle høyesterettsdommer.⁴⁹

I dansk teori er det påpekt at det fortsatt vil være helt avgjørende forskjeller mellom styreansvaret og profesjonsansvaret. Til illustrasjon trekker Werlauff frem bruken av subjektive unnskyldningsgrunner.⁵⁰ Etter hans oppfatning kjennetegnes

⁴³ Lødrup s. 281

⁴⁴ Rt 2003 s. 400 spalte 38.

⁴⁵ Af Sandeberg s.375.

⁴⁶ Normann Aarum (2002) s. 245.

⁴⁷ Lødrup s.281.

⁴⁸ Andenæs s. 39.

⁴⁹ Se f.eks. Rt 1991.119

⁵⁰ Werlauff s. 405.

profesjonsansvaret nettopp ved at enhver avvikelse fra profesjonens regler medfører ansvar.

Styremedlemmene vil ikke ha den felles kompetanse som de yrkesgrupper underlagt profesjonsansvaret har. Det synes derfor rimelig at aktsomhetsvurderingen ikke er like streng. Men målestokken vil bli lagt tett opp til profesjonsansvaret. Det vil kun i begrenset utstrekning bli lagt vekt på subjektive unnskyldningsgrunner.

Annerledes vil dette være for advokater, revisorer og andre profesjonsutøvere som har bistått i emisjonsprosessen. Det er diskutert i juridisk teori hvorvidt disse kan holdes direkte ansvarlig ovenfor aksjetegnere.⁵¹ Denne problemstillingen faller dog utenfor denne fremstilling.

6.2 Ansvarsgrunnlaget objektive side

Prospektet kan være feilaktig og mangelfullt på flere forskjellige områder. For det første kan det inneholde opplysninger som er uriktige eller villedende. For det andre kan de krav som oppstilles i gjeldende regler om krav til prospektets innhold være brutt. Endelig kan prospektet ha feil som følge av at vesentlig informasjon er utelatt.

Børsforskriften krever at prospektet ikke skal inneholde opplysninger som er ufullstendige eller villedende. I de tilfelle hvor opplysningene viser seg å være uriktige, vil de også være villedende. Med uriktig opplysning forstås opplysning som ikke stemmer med de faktiske forhold.. Men ”villedende” har en rekkevidde utover det som er uriktig. Prospektet kan således som helhet gi et villedende inntrykk uten at det inneholder enkeltstående opplysninger som er uriktige.⁵²

⁵¹ Af Sandeberg s. 370 flg.

⁵² Af Sandeberg s. 93

Prospektet kan også tenkes å ha formelle feil, slik som manglende publisering m.m.⁵³ Dette må antas å bli avdekket ved børsens kontroll, og vil derfor ikke bli behandlet i det følgende. Det er innholdsmangler som vil være aktuelt som ansvarsgrunnlag her. Avgjørende blir hvorledes opplysningene skal fortolkes for å avgjøre om de er uriktige eller villedende.

6.2.1 Fortolkning av prospektet

For å ta stilling til om prospektet inneholder ansvarsbetingende opplysninger, må prospektet tolkes. Avtalerettslige fortolkningsprinsipper vil gi et utgangspunkt for å avgjøre hva som skal anses som ansvarsbetingende feil. Som Normann Aarum påpeker er det lite hensiktsmessig å drøfte alle de prinsipper som anvendes ved tolkning av avtaler etter norsk rett.⁵⁴ Prospektet skiller seg fra den alminnelige avtalesituasjon hvor det som regel finnes to jevnbyrdige parter, og tolkningen vil bli preget av dette.

Utgangspunktet i norsk avtalerett er at man skal benytte det objektive tolkningsprinsipp ved tolkning av avtaler.⁵⁵ Dette kan defineres på følgende måte:

”Det avgjørende blir hva en adressat med rimelighet kan legge i utsagnet, slik det fremtrer etter sitt innhold og hele situasjonen”⁵⁶

Kjennetegnet ved det objektive tolkningsprinsipp er at avgiverens subjektive oppfatning ikke blir tillagt avgjørende vekt.⁵⁷

Normann Aarum anfører at dette prinsippet også må gjelde ved fortolkning av prospekter.⁵⁸ Etter hennes oppfatning er det flere momenter som tilsier at prospektet skal fortolkes på objektivt grunnlag. Blant annet vil deltagerne i en offentlig emisjon ofte ikke ha spesiell forhåndskunnskap om det aktuelle selskapet utover det som følger

⁵³ Af Sandeberg s 92.

⁵⁴ Normann Aarum (1994) s. 421

⁵⁵ Hov s. 148.

⁵⁶ Normann Aarum (1994) s. 424.

⁵⁷ Hov s. 147.

⁵⁸ Normann Aarum (1994) s. 424.

av prospektet. Det ville derfor være urimelig om styrets subjektive oppfatning av prospektets innhold skulle bli tillagt vekt ved tolkningen.

Helt objektiv vil allikevel tolkningen sjelden være. Til en viss grad vil subjektive elementer bli tillagt vekt, for eksempel i tilfelle hvor begge parter oppfatter et utsagn på en bestemt måte. Det er da denne betydningen som skal legges til grunn.⁵⁹

Partenes felles forståelse vil altså gå foran den objektive tolkningen av en avtale. En slik felles forståelse vil ikke foreligge ved tegning av aksjer over børs. Den tradisjonelle konstellasjon med to avtaleparter vil ikke foreligge. Her vil det være liten eller ingen direkte kontakt mellom selskapet og den som tegner aksjer i selskapet. Nytegning av aksjer vil også som regel skje gjennom et meglerforetak, uten at tegner er i direkte kontakt med det emitterende selskapet.

Normann Aarum trekker frem uklarhetsregelen som en supplerende tolkningsregel ved fortolkningen av et prospekt. Denne tolkningsregelen innebærer at en avtale bør tolkes mot den som har det største ansvaret for den uklarhet som har oppstått.⁶⁰ Anvendt på prospekter ville regelen medføre at uklare formuleringer skal tolkes mot styret og i favør av tegnerne.⁶¹

Nyere teori synes på sin side å legge mindre vekt på bruk av generelle tolkningsregler på prospekter. Af Sandeberg anser at siden de som skal lese prospektet vil ha så forskjellige forutsetninger for å tilegne seg den informasjon som prospektet inneholder, kan det ikke forutsettes at opplysningen tolkes på en gitt måte.⁶²

Af Sandeberg illustrerer at tolkningen er individuell ved å vise til Jastrows ”duck-rabbit”.⁶³

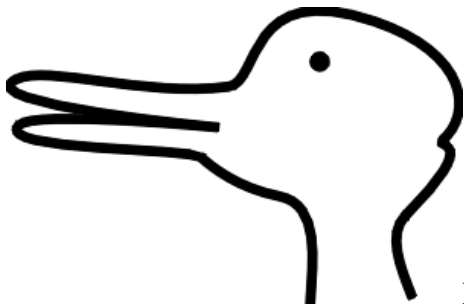
⁵⁹ Hov s. 147.

⁶⁰ Hov s. 158.

⁶¹ Normann Aarum (1994) s. 424.

⁶² Af Sandeberg s. 13.

⁶³ Af Sandeberg s. 95.



Figur 1.

I denne figuren vil noen se en kanin, mens andre ser en and. Selv om tolkningsresultater er vidt forskjellig, kan ingen av dem sies å være gale. Overført på tolkningen av prospektet innebærer dette at den enkelte investor vil danne seg sitt eget bilde av prospektets innhold.

Dette illustrerer at bruken av det objektive fortolkningsprinsipp kan til en viss grad være uheldig når prospekter skal tolkes. Ved en slik tilnærming til opplysningene i prospektet blir målet å finne den alminnelige betydningen av opplysningene. I de fleste tilfeller vil det være vanskelig å finne en slik forståelse, da tolkningen vil være preget av individuelle forhold ved tegneren. af Sandeborgs oppfatning er derimot at spørsmålet om prospektet inneholder uriktige eller villedende opplysninger, må vurderes individuelt for hver enkelt tegner.⁶⁴

I enkelte tilfelle kan det tenkes at prospektet er så vanskelig å fortolke at en eventuell villedning skyldes manglende vurderingsevne hos mottakeren. Dette vil typisk være tilfelle for private investorer uten den nødvendige kunnskap eller erfaring. Normalt må det forutsettes at kun de profesjonelle investorene vil ha de nødvendige forutsetninger for å bedømme prospektets innhold.⁶⁵

I forarbeidene til verdipapirlovutvalget fremgår det at prospekter i første rekke må anses være av interesse for verdipapirforetakene og de profesjonelle investorene.⁶⁶ Dette taler for å ikke legge avgjørende vekt på hvorledes private investorer tolker prospektet.

⁶⁴ af Sandeberg s. 93.

⁶⁵ Normann Aarum (2002) s. 277.

⁶⁶ NOU 1996:2 s. 140.

Prospektet må antas å gi et mer nøyaktig bilde av selskapet hvis opplysningene er utformet under forutsetning av at de skal analyseres av eksperter.⁶⁷ Videre vil ekspertenes analyse av prospektet få betydning for markedets prising av aksjene.

De private investorenes vil derfor være best tjent med at prospektet er tilpasset de profesjonelle investorer.⁶⁸ Fortolkningen bør derfor gjøres på bakgrunn av sistnevnte gruppes forutsetninger.

De opplysninger som prospektet består av, er av forskjellige karakter, og dette kan ha innvirkning på hvorledes de blir vurdert. Opplysningene dekker flere ulike områder, herunder økonomisk rapportering, alminnelig selskapsinformasjon, prognoser og estimater, vilkår for tegningstilbudet og identifisering av aktuelle risikomomenter.

For noen av de ovennevnte typer av opplysninger vil eventuelle feil ha større konsekvenser enn hos de øvrige.

Spesiell vekt må legges på presentasjonen av økonomiske tall da disse må anses være en særlig viktig kilde til informasjon om selskapets situasjon. Opplysninger om selskapets resultat og omsetning vil åpenbart påvirke bedømmelsen av selskapets økonomiske stilling, og således også gi utslag i tegningskursen. Hvis det foreligger uriktige eller villedende opplysninger på dette området vil det sannsynligvis få store økonomiske konsekvenser for eventuelle interessenter.⁶⁹

Regnskapstall må i alminnelighet anses være riktige om de har blitt godkjent av selskapets valgte revisor.⁷⁰ Spørsmålet om i hvilken grad styret kan basere seg på revisors oppfatning vil være en del av den subjektive vurderingen, og drøftes nedenfor.

Økonomiske tall kan lett bli villedende selv om de ikke er uriktige. I stor grad avhenger tolkningsresultatet av hvorledes opplysningene presenteres. Selskapet kan for eksempel

⁶⁷ Normann Aarum (2002) s. 277.

⁶⁸ Normann Aarum (2002) s 278.

⁶⁹ Af Sandeberg s 93.

⁷⁰ Af Sandeberg s. 94.

pynte på driftsresultatet gjennom å ta med inntekter som ikke er knyttet til selve driften, slik som salg av fast eiendom. På denne måten skapes et inntrykk av at selskapet har en bedre inntjening enn hva som er reelt. For å avgjøre om regnskapstall er uriktige må det tas utgangspunkt i reglene i regnskapsloven. Hvis det foreligger brudd på bestemmelsen der, må det anses som feil i prospektet.

Videre kan prospektet inneholde statistikker og tabeller som bare dekker den tidsperioden som er positiv for selskapet.⁷¹ Hvis presentasjon gir et villedende inntrykk, må det innebære at det foreligger en feil ved prospektet.

Eldre rettspraksis viser at Høyesterett har basert sin tolkning av på en helhetsvurdering av ordlyden og omstendighetene for øvrig.⁷² Dommenes rettskildeverdi må nok sies å være svekket av alder. Enkelte av dommene er videre avsagt under dissens, noe som ytterligere svekker rettskildeverdien.

Flere av dommene omhandler stifternes ansvar ved innbydelse til dannelse av selskap. Selv om rettsreglene ikke er helt samsvarende, er det i juridisk teori antatt at prinsippene som ble anvendt den gang må gis tilsvarende anvendelse på styremedlemmenes erstatningsansvar for uriktige opplysninger gitt i emisjonsprospekt.⁷³ Tidligere hadde stifterne en sentral posisjon som ansvarssubjekt. Ved innføring av de nåværende aksje- og allmennaksjeselskapslover fjernet man muligheten til å foreta suksessivstiftelse av aksje- og allmennaksjeselskaper. Dette hadde til følge at ved innføringen av asal. § 2-1 ble stifterne redusert til ”den eller de som skal tegne aksjer i selskapet.” Det er altså ikke lenger noe skille mellom de som stifter selskapet og de som tegner aksjer ved stiftelsen. Stifterne er videre fjernet som eget ansvarssubjekt i asal. § 17-1. Ved denne lovendringen må det antas at styret har overtatt for stifternes som ansvarssubjekt. Dette kom også til uttrykk i lovens forarbeider, hvor det ble uttalt:

”Gruppen legger også vesentlig vekt på å få erstattet stifterne med selskapets styre ved henvendelse til allmennheten. Et styre vil ha større innsikt i selskapets forhold, og det vil lettere kunne holdes ansvarlig for en emisjon.”⁷⁴

⁷¹ Af Sandeberg s 95.

⁷² Aarbakke s 353.

⁷³ Normann Aarum, (1994) s. 396.

⁷⁴ NOU 1992:29 punkt 2.3.1.1

Rt 1913 s. 689 gjaldt tolkningen av en tegningsinnbydelse som ble publisert i forbindelse med etableringen av et aksjeselskap. Selskapet skulle drive et teglverk, og en stor del av tegningsinnbydelsen omhandlet den leire som skulle benyttes i produksjonen. Det ble senere klart at leiren ikke hadde de kvaliteter som var nødvendige for å gjøre produksjonen tilstrekkelig kostnadseffektiv. Aksjetegnere reiste erstatningskrav mot innbyderne da de mente at forskjellige opplysninger i tegningsinnbydelsen var uriktige og villedende. Høyesterett frifant de saksøkte under dissens 3-2.

Sentralt i saken sto spørsmålet om hvorledes de gitte opplysninger vedrørende leirens kvalitet skulle fortolkes. Flertallet synes å ha tillagt innbydernes subjektive oppfatning utslagsgivende vekt. Førstvoterende for flertallet uttalte blant annet at innbydelsen måtte forstås slik at:

”den kun inneholder indbydernes foreløbige skjøn, og om de skulle ha tatt feil her, antar jeg ikke, at dette kan medføre ansvar.”⁷⁵

Mindretallet derimot, la en mer objektiv fortolkning til grunn:

”de i aktieindbydelsen indeholdte oplysninger om leren var dels urigtige, dels misvisende.”⁷⁶

På denne bakgrunn mente mindretallet at stifterne måtte være erstatningsansvarlige.

Normann Aarum kritiserer Høyesteretts avgjørelse i denne saken:

”rettspraksis har[...] gått for langt i å legge vekt på stifternes (styremedlemmenes) subjektive oppfatning på bekostning av tegnerens interesse i korrekt informasjon om selskapet.”⁷⁷:

Kritikken av Høyesteretts avgjørelse må sies å være berettiget. Dommen bærer preg av å være avsagt på en tid hvor oppfatningen av aksjeselskaper var meget annerledes enn den er nå. I den senere tid har det blitt mer fokus på investorvern. Dette kan sies å ha bakgrunn i den økende fokus på å skape tillit til børs- og verdipapirmarkedet.

⁷⁵ Rt 1913 s. 689 på side 698.

⁷⁶ Rt 1913 689 på side 700.

Høyesteretts argumentasjon i den aktuelle dommen går meget langt i å ivareta innbydernes interesser og dette går på bekostning av aksjetegnere. En slik ensidig interesseavveining i aksjetegnerses disfavør kan ikke sies å være holdbar i dag.

I de siste årene har det ikke kommet noen nye avgjørelser fra Høyesterett vedrørende tolkning av prospekter. I Danmark derimot har det vært stor interesse knyttet til Højesterets dom i den såkalte Hafnia-saken, UfR 2002.2067. Dommen gir et bilde på hvordan prospekter skal fortolkes.

I 1992 foretok det danske selskapet Hafnia Holding A/S en emisjon ved Københavns fondsbørs om tilførte selskapet tilnærmet 2 milliarder DKK. Mindre enn en måned etter emisjon annonserte selskapet at det stoppet sine betalinger og at selskapet hadde en negativ egenkapital på nærmere 100 millioner DKK. To private deltagere i emisjonen saksøkte henholdsvis selskapet, ledelsen, revisor og selskapets bankforbindelse med krav om erstatning. Kravet var begrunnet med at emisjonsprospektet med tillegg inneholdt uriktige opplysninger. Sør- og Handelsretten fant at det aktuelle emisjonsprospektet inneholdt uriktige, mangelfulle og villedende opplysninger. Sør- og Handelsretten mente at prospektet ikke inneholdt informasjon som i lys av omstendighetene skulle ha vært tatt med for å unngå at prospektet ble villedende. De saksøkte ble dømt til å erstatte det økonomiske tap investorene var blitt påført. Styreformannen og administrerende direktør i selskapet ble derimot frikjent. Disse hadde bare begrenset utstrekning hatt befatning med emisjonsprosessen. Stillingene var tiltrådt på en tid da det meste av emisjonsprosessen var gjennomført. Sør- og Handelsretten fant at styreformannen og administrerende direktør var berettiget til å anta at det hadde blitt utført forsvarlig arbeid ved utarbeidelsen av prospektet.

Højesteret frifant alle de saksøkte.

Højesteret fant at det var visse sider ved prospektet som kunne kritiseres, men at dette ikke var tilstrekkelig til å ilegge erstatningsansvar:

⁷⁷ Normann Aarum, (1994) s. 426.

”Det ... i almindelighet (må) være en forudsætning for at pålægge de nevnte prospektansvarlige – eller eventuelt selskabet selv- erstatningsansvar over for investorer for mangler ved prospektet i form af uriktige eller udeladte opplysninger, at der er tale om forhold som- set i lyset af prospektets øvrige opplysninger- etter en samlet vurdering er af væsentlig betydning for bedømmelsen av selskabet”.⁷⁸

Prospektet ble vurdert slik at det inneholdt en rekke andre opplysninger som gav aksjetegnere informasjon om selskapets anstrengte økonomi. Det måtte antas at tegnere på denne bakgrunn hadde foretatt en kalkulert avveining av risikoen for at deres investering kunne gå tapt, opp mot sannsynligheten for økonomisk gevinst hvis selskapets økonomi ble skjerpet.

Højesteret synes å ha lagt for stor vekt på en helhetsfortolkning. Konsekvensen av dette er at det stilles store krav til aksjetegners studering og forståelse av prospektet. De færreste aksjetegnere vil ha den nødvendige kompetanse til å foreta en slik fortolkning

Dommen har blitt kritisert for å ta for lite hensyn til investorenes interesser, og å fremstille aksjetegners interesser som ikke beskyttelseverdige⁷⁹.

Dommen ble imidlertid avsagt på bakgrunn av de i 1992 gjeldende prospektregler, som ikke er like strenge som de nåværende, og dette kan ha hatt en viss innvirkning på Højesterets avgjørelse.⁸⁰ Krüger Andersen/Clausen er likevel av den oppfatning av at dommen er et signal om at:

”selv ikke helt ubetydelige materielle fejl - som jo dommen fastslog forelå - ikke uden videre medfører at der foreligger et ansvarsgrundlag.”

Højesterets avgjørelse har blitt ansett som rettspolitisk diskutabel, da den ikke synes å være i tråd med den internasjonale rettsutvikling på området.⁸¹ Så vel EU som de enkelte land streber etter å sikre tillitten til verdipapirmarkedet.

⁷⁸ Højesterets innledende bemerkninger.

⁷⁹ Krüger Andersen/Jul Clausen s. 186.

⁸⁰ Krüger Andersen/Jul Clausen s. 185.

⁸¹ Krüger Andersen/Jul Clausen s. 186.

Det er på den andre siden hevdet at dommen ikke har medført en svekkelse av investorenes beskyttelse, og at investorens beskyttelse er god nok som den er. Det er blitt argumentert for at Højesterets avgjørelse gir uttrykk for en korrekt oppfatning når Højesteret la vekt på at et prospekt må leses i sammenheng, og at de enkelte opplysningene ikke kan leses isolert for å avgjøre om de er villedende.⁸²

Lau Hansen gir uttrykk for at det bør gis et visst spillerom for innholdet i prospekter: ”prospekter skal etter de gjeldende regler opplyse loyalt og tilstrækkelig dækkende om alle relevante risici. Det er tilladeligt at anlægge en positiv tone og redegøre for forhåpningerne, når man blot gør det i god tro på et fornuftig grundlag og ikke fortier risici; børsprospektet skal trods alt ikke skrives på kondolencepapir.”⁸³

I likhet med Højesteret er han av den oppfatning at det avgjørende må være om de uriktige eller villedende opplysningene er av vesentlig betydning. På dette punkt er hans syn i samsvar med øvrig teori. Uenigheten er grunnet på hvorledes man skal fortolke prospektene: Lau Haunsen synes å legge for stor vekt på en helhetstolkning og subjektive oppfatninger. Slik som prospektet i Hafnia-saken var utformet, stilte det store krav til investorenes undersøkelsesplikt for å få et korrekt bilde av selskapet. Prospektreglene stiller ingen spesielle krav til at investorene har en slik undersøkelsesplikt, og det synes derfor urimelig å stille for store krav til dette.

Højesterets avgjørelse må sies å være et lite tilbakeslag for investorenes interesser. Dommen gir styremedlemmene ganske stort spillerom før de blir erstatningsansvarlige for uriktige eller villedende opplysninger i prospektet. En vurdering av Højesterets resonnementer gir etter min mening uttrykk for at Højesteret i for stor grad tolket prospektet i tegneres disfavør.

⁸² Lau Hansen, Berl. Tidende erverv 26.09.2002. Tilgjengelig på <http://www.jur.ku.dk/medarbejdere/jesperlauhansen/debat.htm>

⁸³ Lau Hansen, Berl. Tidende erverv 01.07.2002. Tilgjengelig på <http://www.jur.ku.dk/medarbejdere/jesperlauhansen/debat.htm>

6.2.2 Bruken av skjønnsmessige formuleringer i prospektet

En skjønnsmessig utformet opplysningen vil etter en objektiv fortolkning ikke automatisk bli uriktig ved den ikke stemmer nøyaktig med de faktiske forhold.⁸⁴

Rettspraksis viser at det skal mer til for å ilegge ansvar for uriktige opplysninger når de er skjønnsmessige eller vage enn når de er presist formulert. Et anslag vil ikke skape en berettiget forventning hos tegnerne om at opplysningene stemmer nøyaktig med det faktiske forhold.⁸⁵

Rt 1909 s. 145 dreide seg om erstatningsansvar som følge av uriktige opplysninger i tegningsinnbydelse. Det var opplysninger vedrørende et vannfalls produksjonskapasitet og utbygningsmuligheter, samt kostnader knyttet til slik utbygging, som var sakens kjerne. Partene var uenige om hva som lå i at utbygging skulle skje ”uden større omkostninger”, som var uttrykket brukt i tegningsinnbydelsen. Det viste seg å bli senere kostbart. Flertallet i Høyesterett vurderte det slik at dette ikke medførte ansvar, og støttet seg blant annet på at var brukt runde tall i innbydelsen, og videre at disse var angitt med ”ca.”.

”jeg mener at man vilde lægge for meget ind i indbydelsen om man vilde tage den nøiaktig paa ordet, og dekretere ansvar, hvis den ikke holdt stik.”⁸⁶

I likhet med den ovenstående dommen tolket Høyesterett i Rt 1913. s 689 tegningsgrunnlaget i favør av innbyderne. Det viste seg at utgiftene til å få ferdig teglverket ble dobbelt så høye som det som var oppgitt i innbydelsen. Mindretallet var av den oppfatning at dette måtte være ansvarsbetingende for innbyderne, men dette ble avvist av flertallet.

”Det er jo meget faa anlæg eller byggearbeider, som naar det kommer til stykket, vil kunne utføres for tilnærmelsesvis den sum, som man paa forhaand har gaat ut fra.”⁸⁷

⁸⁴ Normann Aarum (1994) s. 426.

⁸⁵ Normann Aarum (1994) s. 427.

⁸⁶ Rt 1909 s 145 på side 147.

⁸⁷ Rt 1913 s. 689 på side 697.

Høyesterett valgte i begge tilfeller å tillate at ganske stort avvik fra de tall som ble oppgitt, og ville ikke fortolke det oppgitte tallmaterialet som noen form for tilsikring eller garanti.⁸⁸

Høyesteretts vurdering av de skjønnsmessige formuleringene i de ovennevnte sakene medfører at tegningsinnbydelse, og herunder prospekter, mister mye av sin verdi som beslutningsgrunnlag.

Brukes skjønnsmessige formuleringer i for stor utstrekning, kan helhetsinntrykket av prospektet blir uriktig og dermed villedende. Prospektet som helhet kan således være villedende uten at det inneholder konkrete opplysninger som er direkte feilaktige.⁸⁹

6.2.3 Prognoser særstilling

Prospektene vil ikke bare inneholde opplysninger om selskapets situasjon på emisjonstidspunktet, men vil som regel også inneholde prognoser for hvorledes selskapet vil utvikle seg i fremtiden.

I henhold til børsforskriften § 14-1 skal aksjetegnere på grunnlag av prospektet kunne vurdere selskapets utsikter. Til en viss grad må dette innebære at prospektet inneholder prognoser og estimer.

En mer spesifikk plikt følger av børsforskriften § 15-1 2.1.2. Etter denne bestemmelsen skal prospektet opplyse om ” de seneste og vesentligste tendensene” på en rekke områder. Hvis prospektet inneholder opplysninger om selskapets økonomiske fremtidsutsikter, må det etter bestemmelsen opplyses de viktigste forutsetningene for vurderingen.

⁸⁸ Normann Aarum (1994) s. 428.

⁸⁹ Af Sandeberg s. 93 og Normann Aarum (1994) s 430.

Det foreligger altså ingen spesifikk plikt til å innta fremtidige vurderingen, men for markedet er det av stor interesse hvordan selskapets ledelse vurderer fremtidsutsiktene, og markedet forventer dermed at prospekter inneholder prognoser.⁹⁰

Vurderinger av forhold som ligger frem i tid blir naturligvis mer usikre enn nåværende forhold. Videre er slike vurderinger gjerne preget av subjektive oppfatninger⁹¹

Spørsmålet blir derfor om prognoser kan medføre ansvar for styret i samme utstrekning som faktiske og etterprøvbare opplysninger i prospektet kan gjøre. Prognosene vil som regel være basert på antagelser og mer usikre parametere:

” Det vil imidlertid rent praktisk kreves noe mer før spådommer om fremtiden er å anse som uaktsomme og dermed vil medføre erstatningsansvar - bl.a. vil styret her ikke ha noen plikt eller mulighet til å ”sjekke prospektet” mot eksisterende realiteter.”⁹²

Høyesterett har tidligere lagt risikoen for opplysninger om selskapets fremtidsutsikter over på tegnere. I Rt 1915 s. 265, hvor temaet var uriktig tegning, vurderte Høyesterett det slik at uttalelser om selskapets fremtidige lønnsomhet ikke medfører ugyldighet selv om viser seg å være uriktige. Faktiske feil i tegningsinnbydelsen medførte allikevel at tegningen ble kjent ugyldig. Høyesterett mente at slutninger fra tegningsgrunnlaget om selskapets lønnsomhet måtte det bli opp til tegnere å vurdere:

”[i de tilfeller hvor tegningsgrunnlaget bygger på]... et i faktisk henseende uriktig grundlag er aktietegningen ikke bindende for tegnerne. Noget andet vil regelmæssig gjælde om de slutninger for foretagendes lønnsomhet, som innbyderne mener at kunde bygge paa et i indbydelsen aapent og korrekt fremstillet grundlag, Slutningerne faar det regelmæssig bli tegnerens sak at kontrolere og kritisere, Griper de feil i denne kritik og som følge derav tegner aktier i et foretagende, som tilslut viser sig mislykket, maa de skuffede forventninger gaa ut over dem selv som over indbyderne selv. Men for riktigheden av det faktiske grundlag, paa hvilket disse slutninger er bygget, er innbyderne ansvarlig.”⁹³

⁹⁰ Af Sandeberg s. 98.

⁹¹ Af Sandeberg s. 385.

⁹² Bergo s. 404.

⁹³ Rt 1915 s 265 på s. 266

Utgangspunktet blir således at styremedlemmene ikke kan holdes ansvarlige kun fordi prognosene slår feil.⁹⁴ Det bør allikevel ikke åpnes for at styremedlemmene helt ansvarsfritt kan innta prognoser i prospektet. Avviket bør være så markert at man ikke bare kan betegne prognosen som overdrevent optimistisk, men nærmest som en bevisst eller ubevisst forsøk på å gi markedet et positivt bilde av selskapets muligheter som savner grunnlag i de faktiske forhold.⁹⁵

Et skille kan trekkes mellom selskapsspesifikke kalkyler og mer generelle prognoser på makronivå, slik som rentenivået i Norge eller utviklingen av norsk økonomi. Ansvarsbedømmelsen må bli strengere jo mindre muligheter investorene har for å etterprøve de aktuelle antagelsene. Det vil derfor være mindre feilmarginer for selskapsspesifikke prognoser.⁹⁶

Sæbø setter opp to kumulative vilkår for at sviktende prognoser og vurderinger skal medføre erstatningsansvar. Nemlig at prognose - og vurderingsgrunnlaget ikke er tilgjengelig for markedet, og at analysegrunnlaget eller analysen er beheftet med forsettlig eller grovt uaktsomme feil.⁹⁷

Det synes å være en felles enighet i juridisk teori om at prognoser ikke kan vurderes like strengt som de øvrige opplysningene i prospektet. Prognosers spesielle stilling er i samsvar med at aksjetegning normalt er knyttet opp mot en del risiko. Hvis de normer som gjelder for utarbeidelsen av prognoser er fulgt, samt at det er redegjort for på hvilket grunnlag prognoser er gjort, taler mye for å anse aktsomhetskravet som oppfylt.⁹⁸

Det er bare utviklingen over tid som kan vise om prognosene viser seg å være korrekte. I relasjon til culpavurderingen er det et viktig prinsipp at skyld skal vurderes på bakgrunn av hvorledes forholdene de var på handlingstidspunktet.⁹⁹ Dette tilsier at

⁹⁴ Af Sandeberg s 386.

⁹⁵ Normann Aarum (1994) s. 440.

⁹⁶ Bergo s. 405.

⁹⁷ Sæbø s. 579.

⁹⁸ Af Sandeberg s 389.

⁹⁹ Normann Aarum s 436

styret kun i unntakstilfeller kan bli holdt ansvarlig hvis utviklingen har vært en annen en forventet.

Spørsmålet kan stilles om prognoser i det hele tatt bør tas med i emisjonsprospekter, på grunn av den usikkerhet som er knyttet til om prognoser er korrekte. Hvis prospektet gir et uriktig positivt inntrykk av selskapets forventede utvikling, er det klart at dette kan ha innvirkning på tegnerens beslutning om å delta i emisjonen.

I Hafnia-saken vurderte Højesteret betydningen av feil i prognoser og fremtidsutsikter for ansvarsbedømmelsen. Bakgrunnen for dette var prospektets opplysninger om hvorledes den ordinære driften i Hafnia var beregnet til å utvikle seg i det inneværende driftsår. I prospektet ble fremtidsutsiktene beskrevet i generelle vendinger, og det ble henvist til at resultatet var avhengig av hvordan børsmarkedet utviklet seg. På samme tidspunkt forelå det et budsjett som konkret vurderte underskuddet til å bli 415 millioner DKK. Spørsmålet var således om prospektet skulle ha opplyst om det foreliggende budsjettet.

Højesteret fant ikke at det var en mangel ved prospektet at det forventede negative driftsresultat ikke ble nevnt. Avgjørende for Højesteret var blant annet den danske ”prospektbekendtgjørelsen”¹⁰⁰ ikke nevner ordet ”budsjett”:

”.. Det bemærkes herved, at prospektbekendtgjørelsen ikke stiller krav om, at et prospekt skal indeholde oplysning om budgettet for det løbende regnskabsår.”¹⁰¹

I Sverige følger det av børsen retningslinjer at prognoser avgis på frivillig basis, men når den først har blitt offentliggjort, medfører dette at selskapet har påtatt seg en forpliktelse overfor aksjemarkedet.¹⁰² Et tilsvarende synspunkt vil være rimelig også for styremedlemmens ansvar.

¹⁰⁰ I likhet med de norske regler, er denne basert på EUs direktiver.

¹⁰¹ Højesterets bemerkninger pkt 3.1 i.f.

¹⁰² Af Sandeberg s. 99.

Prognoser står altså i en særstilling. For ansvarsbedømmelsen bør dette medføre at det kreves forsett eller grov uaktsomhet for at styret skal ilegges ansvar på dette punkt.¹⁰³

¹⁰³ Af Sandeberg s. 390.

6.2.4 Utelatelse av vesentlig opplysning

Ansvarsbetingende unnlatelser er særlig aktuelt på området for de alminnelige formueskadene.

Prospektet kan gi et uriktig eller villedende inntrykk som følge av at en vesentlig opplysning er utelatt.¹⁰⁴ .

Børsforskriftens krav til hva som skal tas med i prospektet er relativt skjønnsmessig utformet, se ovenfor i avsnitt 2.2. Nøyaktig hvilke opplysninger som er omfattet av opplysningsplikten, er derfor vanskelig å avgjøre. Utgangspunktet er at alle vesentlige opplysninger som investorene trenger for å vurdere aksjetegningen skal være med. Enhver utelatelse av opplysning som er vesentlig vil således innebære en mangel ved prospektet.

Hvis den utelatte opplysningen ikke er vesentlig, vil utelatelsen heller ikke ha hatt den nødvendige innvirkning på helhetsinntrykket av prospektet, og vil derfor ikke tilfredsstille de krav som stilles til årsakssammenheng.

Normalt kreves en handling fra skadevolders side for at man skal si at han har handlet culpøst.¹⁰⁵ Det fins en rekke unntak fra dette som innebærer at også unnlatelser kan medføre ansvar, blant annet for styrets opplysningsplikt i forbindelse med den emisjon. Som følge av at alle opplysninger av vesentlig betydning for risikoen ved investering skal inntas i prospektet, vil også en eventuell fortielse av slike opplysninger være ansvarsbetingende.

Det må derfor sondre mellom ansvarsbetingende og tillatelig unnlatelse.

¹⁰⁴ Af Sandeberg s. 97.

Avgjørende for å unngå ansvar må være at unnlatelsen etter en vurdering fremstår som rettmessig. Ved vurderingen kan det være av betydning hvorfor opplysningen ble utelatt.”¹⁰⁶

6.3 Ansvarsgrunnlagets subjektive side

Er den objektive delen av ansvarsgrunnlaget til stede, må det avgjøres om styremedlemmene har utvist tilstrekkelig skyld.

Utgangspunktet for vurdering av den subjektive delen av ansvarsgrunnlaget vil være at dersom et styremedlem har handlet i strid med eller unnlatt å oppfylle en av de plikter som er pålagt ham, har han utvist culpa dersom det ikke finnes noen subjektiv unnskyldningsgrunn.¹⁰⁷

Forarbeidene til de gjeldende aksjelover bærer preg av et ønske om i større utstrekning å lovfeste styrets plikter. Til en viss grad skyldes dette et ønske fra lovgivers side om å gjøre det enklere å nå frem med et erstatningssøksmål mot styret.¹⁰⁸

Tradisjonelt har man i erstatningsretten foretatt skyldvurderingen ved å sammenholde det skadevolder har gjort, eventuelt unnlatt å gjøre, med hva en aktsom person ville ha gjort. Man har benyttet seg av ”bonus pater familias”, det vil si en tenkt person med et ideelt handlemønster.¹⁰⁹

Dotevall anfører at man ikke uten videre kan benytte seg av denne fremgangsmåten ved vurderingen av om styremedlemmer har utvist uaktsomhet.¹¹⁰ Han hevder at siden styremedlemmene utgjør en heterogen gruppe blir en slik vurdering i begrenset grad tilfredsstillende. Han hevder at man isteden bør ta utgangspunkt i de regler som fremgår

¹⁰⁵ Af Sandeberg s. 117.

¹⁰⁶ Af Sandeberg s. 118.

¹⁰⁷ Normann Aarum (1994) s. 190.

¹⁰⁸ Dette kommer til uttrykk i NOU 1999:3 s 89-90.

¹⁰⁹ Lødrup s.125.

¹¹⁰ Dotevall s. 46 flg.

av selskapslovgivningen og vedtekter, supplert med uskrevne handle-, omsorgs- og lojalitetsplikter.

Culpavurderingen har altså utviklet seg i retning av å legge økt vekt på den objektive delen. Istedenfor at skadevolder blir vurdert opp mot sedvane eller samfunnets oppfatning av aktsom adferd, blir det vurdert om skadevolder har overtrådt en rettsregel.¹¹¹

Den subjektive delen av culpavurderingen er allikevel ikke uten betydning. Hvis man kan forholder seg til om det foreligger brudd på en rettsregel, vil culpavurderingen lett bli altfor teknisk.¹¹² Det må derfor vurderes om overtredelsen kan sies å være unnskyldelig. Det er således opp til styremedlemmene for eksempel å godtgjøre at han ikke har hatt mulighet til å kjenne til de faktiske forhold. Presumsjonen vil være at det foreligger culpa i de tilfelle hvor styremedlemmets forhold objektivt sett er rettstridig.¹¹³

For å unngå ansvar påhviler det skadevolder å godtgjøre at det foreligger formidlende omstendigheter, og at handlingen på bakgrunn av subjektive faktorer kan sees som unnskyldelig.¹¹⁴

En slik vurdering synes å ha mer for seg enn den tradisjonelle. Resultatet vil bli at man får en mer objektiv målestokk; har styremedlemmene brutt noen av sine pålagte plikter, vil dette som utgangspunkt medføre erstatningsansvar. For å unngå ansvar må det foreligge subjektive unnskyldningsgrunner som gjør styret handlemåte unnskyldelig.

De unnskyldningsgrunner som kan få betydning, er spørsmålet om styremedlemmet kan påberope seg som unnskyldningsgrunn at det rettstridige forhold skyldtes at han var i faktisk eller rettslig villfarelse.¹¹⁵ Videre må det tas stilling til betydningen av individuelle forhold ved det enkelte styremedlem.

¹¹¹ Af Sandeberg. s. 118.

¹¹² Af Sandeberg s. 118.

¹¹³ Normann Aarum (1994) s. 221

¹¹⁴ Af Sandeberg s 122.

¹¹⁵ Normann Aarum (1994) s. 220.

Det følger av rettspraksis at det skal mye til før de subjektive unnskyldningsgrunner anses som relevante, se til illustrasjon Eidsivating lagmannsrett 15.12. 1972, RG 1986 s. 896, Eidsivating lagmannsrett 11.5 1987, Eidsivating lagmannsrett 5.12.1991 og Gulating lagmannsrett 13.12 1990.¹¹⁶ Spørsmålet i de nevnte sakene var styremedlemmenes manglende kunnskap om selskapets økonomiske stilling.

Dommene gir uttrykk for at det skal mye til før en unnskyldningsgrunn er relevant.

6.3.1 Faktisk villfarelse

Styremedlemmer som anfører at de ikke kan holdes erstatningsansvarlig fordi de var ukjent med de faktiske realiteter, vil som oftest bli møtt med at det er kunnskap som de burde ha hatt.¹¹⁷

Ansvarsbedømmelsen må skje på grunnlag av forholdene slik de var på tidspunktet for den ansvarsbetingende handling, og ikke i lys av hvordan forholdene har utviklet seg i ettertid¹¹⁸

Faktisk villfarelse hos styret kan skyldes at de opplysninger som styret får av revisor, daglig leder, og øvrige medlemmer av selskapets administrasjon er uriktig. Det blir derfor viktig å avgjøre i hvilken grad styret skal kunne stole på opplysninger som blir fremlagt dem.

I henhold til asal. § 6-12 hører forvaltningen av selskapet under styret. I henhold til bestemmelsens tredje ledd har styret en selvstendig plikt til å føre tilsyn med selskapets økonomiske stilling og sørge for at selskapets virksomhet, regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll.

¹¹⁶Normann Aarum (1994) s.220 flg.

¹¹⁷Normann Aarum (1994) s. 227

¹¹⁸Normann Aarum (1994) s. 228 som henviser til Rt 1991.119

Styrets ansvar er normalt et overvåkingsansvar, men hvis forholdene tilsier det bør styrets ansvar skjerpes. I forbindelse med gjennomføringen av emisjoner må det antas at tilsynsplikten ikke være oppfylt ved at styret har full tiltro til de opplysninger som blir forelagt dem av revisor eller daglig leder, styret må selv delta mer aktivt for å vurdere om opplysningene i prospektet er riktige, og inneholder all vesentlig informasjon.

I Rt 2003. 696 vurderte Høyesterett ansvarsforholdet mellom styret og revisor. Saken gjaldt et erstatningskrav fra selskapet mot selskapets valgte revisor for ikke å ha hindret eller begrenset tap som selskapet var påført av administrerende direktør.

En enstemmig Høyesterett frifant revisor. Om forholdet mellom styret og revisor uttalte Høyesterett at utover årsrapport og regnskap, må primæransvaret for å føre den nødvendige kontroll med daglig leder legges hos styret.¹¹⁹ Dommen kan ses som et uttrykk for at selv om selskapet har en lovpålagt plikt til å ha revisor, fritar dette ikke styret for sine oppgaver.

6.3.2 Rettslig villfarelse

Ved rettsvillfarelse har skadevolder ikke kjent til eksistensen eller innholdet av de aktuelle rettsregler.¹²⁰

Rettsvillfarelse vil som hovedregel aldri medføre at styrets handlemåte anses å være unnskyldelig.¹²¹ Denne regelen er etter enkeltes oppfatning for streng. Blant annet har Gomard anført at det bør innføres en modifikasjon i denne regelen når det gjelder styremedlemmens erstatningsansvar.¹²²

¹¹⁹ Rt 2003 s. 696 i spalte 60.

¹²⁰ Af Sandeberg s 119.

¹²¹ Normann Aarum (1994) s 230.

¹²² Gomard, s. 244 flg.

Normann Aarum er derimot negativ til en slik modifikasjon, og reiser spørsmål ved hvorfor styremedlemmene skal bedømmes mildere enn andre skadevoldere.¹²³ Etter hennes oppfatning vil en risikobetraktning medføre at det er styret som må ha risikoen for å holde seg innenfor lovens krav.

Innholdet av rettsregler kan være vanskelig å forstå, og styret kan være avhengig av å konsultere juridisk ekspertise for å sette seg inn de gjeldende rettsregler. Som oftest vil styret mangle den nødvendige kompetanse til å overprøve ekspertisens råd. Styret må være berettiget til å legge den rettslige forståelse til grunn. Dette gjelder allikevel ikke lenger enn at styret må utvise den påkrevde aktsomhet ved vurderingen av de råd dom blir gitt.¹²⁴

6.3.3 Individuelle forhold

At ansvaret er individuelt innebærer at det må foretas en konkret vurdering av det enkelte styremedlems handlemåte for å se om ansvarsbetingelsene er tilfredstilt. Agder lagmannsrett har i en dom 2.februar 1996 uttalt:¹²⁵

”Aksjeloven hjemler ikke noe kollektivt ansvar for styret. Aktsomhetsspørsmålet skal prøves individuelt for hvert enkelt medlem,.. Selv om ansvaret skal bestemmes individuelt handler styremedlemmer i et kollektiv. Et styremedlem kan derfor bli ansvarlig for å ha unnlatt å hindre skade andre styremedlemmer er i ferd med å volde,[..]”

I praksis vil imidlertid ansvarsbetingelse være tilfredstilt for flere av styremedlemmene samtidig. I de tilfelle hvor flere holdes ansvarlige for samme skaden, vil de hefte solidarisk, jf. skadeerstatningsloven § 5-3.

At styremedlemmet har vært overarbeidet eller lidet av sykdom, vil normalt ikke bli tillagt vekt.¹²⁶

¹²³ Normann Aarum (1994) s 231.

¹²⁴ Normann Aarum (1994) s 231.

¹²⁵ Publisert på Lovdata LA-1995-00508.

Rt 1994 s 1430 kan sees som en illustrasjon av de individuelle omstendigheters betydning. Dommen omhandler en advokats ansvar for sin fullmektigs rådgivning i forbindelse med et rettsforlik. Vedrørende fullmektigens forhold uttalte Høyesterett:

”Advokat C’s begrensede erfaring kan etter mitt syn ikke medføre at man stiller mindre krav til ham enn det man vil gjøre til en alminnelig erfaren advokat.”¹²⁷

Det avgjørende må således være hva man begir seg inn på, ikke hvilke individuelle forutsetninger den handlende har.¹²⁸

Utgangspunktet blir således nemlig at manglende kunnskap eller personlige kvalifikasjoner ikke reduserer det ansvar som påhviler styremedlemmene.¹²⁹ Derimot er det i juridisk teori antatt at spesielle kvalifikasjoner eller særlige kunnskaper hos styremedlemmene kan være skjerpene for ansvaret.¹³⁰

Eksempel på dette kan være styremedlem som er ansatt i selskapet. Ansvarsbedømmelsen kan bli strengere for de saker som hører inn under hans arbeidsoppgaver i selskapet.

At styrets leder har bedre tilgang på informasjon enn de øvrige styremedlemmer, vil være i samsvar med reglene i allmennaksjeloven, f. eks asal. § 6-20 som pålegger styreleder å sørge for at aktuelle saker blir behandlet av styret. I juridisk teori er det antatt at dette vil kunne føre til en strengere aktsomhetsvurdering for hans vedkommende.¹³¹

¹²⁶ Normann Aarum (1994) s. 221.

¹²⁷ Rt 1994 s. 1430 på side 1437.

¹²⁸ Hagstrøm (2003) s. 457

¹²⁹ Af Sandeberg s 119

¹³⁰ Normann Aarum (1994) s. 225.

¹³¹ Normann Aarum (1994) s. 225.

6.4 Aksjetegners forhold

Som et ledd i å vurdere om styret har utvist culpa, kan tegners forhold få betydning.¹³²

Formålet med å stille så vidt omfattende krav til prospektet som det gjøres etter gjeldende rett er å gi potensielle aksjetegnere tilstrekkelig informasjon til selv å vurdere hvilken risiko aksjetegningen er forbundet med.¹³³ Dette innebærer en oppfordring til tegnere til å foreta en selvstendig risikoanalyse.

Spørsmålet kan om aksjetegneren kan sies å ha samtykket til en viss risiko, og om dette kan ha innvirkning på ansvarsbedømmningen.¹³⁴

Det er åpenbart at aksjer ikke er en sikker investering, og at aksjetegner tar en viss risiko ved å tegne aksjer. Denne risikoen allikevel tatt under forutsetningen at prospektet er korrekt og inneholder tilstrekkelig informasjonen at risikoen investeringen er beheftet med.¹³⁵ Dette synspunktet er i samsvar med Høyesteretts avgjørelse i Rt 1913 s. 689.¹³⁶

Når denne forutsetningen ikke foreligger, kan det ikke sies at aksjetegneren har samtykket til den risikoen han har påtatt seg.

¹³² Normann Aarum (1994) s. 441.

¹³³ Normann Aarum, (1994) s. 441

¹³⁴ Af Sandeberg, side 123

¹³⁵ Af Sandeberg s 124

¹³⁶ Se om dommen i Normann Aarum (1994) s. 441-442.

7 Årsakssammenheng

For å kunne ilegge erstatningsansvar, er det etter alminnelige norske erstatningsregler nødvendig at det foreligger årsakssammenheng mellom den skadevoldende handling og det oppståtte tap.¹³⁷ Styret kan ikke holdes erstatningsansvarlig for tap som ikke skyldes deres uaktsomme forhold. Kravet til årsakssammenheng uttrykkes gjerne som et krav om kausalitet.¹³⁸

Rettspraksis viser at domstolene i stor utstrekning benytter seg av den såkalte betingelsesteorien for å avgjøre om det foreligger årsakssammenheng. Kjernen i teorien er at ” A er årsak til B dersom A er en nødvendig forutsetning (vilkår) for B’s inntreden”¹³⁹. Høyesterett har formulert dette kravet på følgende måte:

”Årsakskravet mellom en handling eller unnlatelse og en skade er vanligvis oppfylt dersom skaden ikke ville ha skjedd om handlingen eller unnlatelsen tenkes borte. Handlingen eller unnlatelsen er da en nødvendig betingelse for at skaden inntreffer.”¹⁴⁰

Der hvor det er flere årsaker til en skade, følger det av rettspraksis at hovedårsakslæren kommer til anvendelse. Kort forklart går denne læren ut på at det kun er den dominerende skadeårsak som er ansvarsbetingende.

Spørsmålet om årsakssammenheng foreligger mellom de uriktige eller villedende opplysningene i prospektet og aksjetegnerens tap innebærer en vanskelig vurdering. Er det tilstrekkelig at det foreligger uriktige eller villedende opplysninger i prospektet, og

¹³⁷ Lødrup s. 291.

¹³⁸ Lødrup s. 291.

¹³⁹ Lødrup s. 296

¹⁴⁰ Førstvoterende i Rt 1992 s. 64

at aksjekursen som følge av dette har blitt redusert? Eller må skadelidte i tillegg bevise at hans beslutning om å tegne aksjer ble tatt på grunnlag av de aktuelle opplysningene?

7.1 Skillet mellom tapskausalitet og transaksjonskausalitet.

Det må skilles mellom to typer årsakssammenheng, nemlig tapskausalitet og transaksjonskausalitet.¹⁴¹ Tapskausalitet innebærer at det foreligger årsakssammenheng mellom det oppståtte tap og den uriktige eller villedende opplysningen. Det vil da være tilstrekkelig for å konstatere årsakssammenheng at aksjetegner har lidt et tap ved at prospektet var uriktig eller villedende.

Transaksjonskausalitet, derimot, krever at aksjetegneren ikke ville ha tegnet aksjer, eller ville ha tegnet aksjer på andre vilkår, hvis han hadde hatt korrekte opplysninger.

Overført til prospektansvaret, vil dette medføre at det kun foreligger kausalitet i de tilfelle hvor tegneren har lest prospektet, og ikke ville ha tegnet aksjer hvis prospektet ikke hadde vært mangelfullt. Hvis tegneren ville ha tegnet aksjer selv om prospektet ikke var mangelfullt, foreligger normalt ikke tilstrekkelig årsakssammenheng. Dette kan tenkes i de tilfelle hvor tegneren ikke har lest prospektet.

Sæbø kritiserer kravet til at det må foreligge transaksjonskausalitet for at tapet skal bli erstattet. Han mener det er nok at det foreligger tapskausalitet.¹⁴²

Avgjørende er etter hans mening at det etter alminnelige erstatningsrettslige regler ikke kan stilles opp som alminnelig vilkår for erstatningsansvar at årsakssammenheng konstateres på en bestemt måte. Det vil alltid være tilstrekkelig for å konstatere årsakssammenheng at det foreligger tapskausalitet. Han anser at spørsmålet om det skal kreves transaksjonskausalitet er av normativ art, og det vil si at det må vurderes om en slik avgrensning av den faktiske årsakssammenheng er ønskelig. Sæbøs syn er at en slik avgrensning ikke er ønskelig. I likhet med Normann Aarum antar han at dette vil kunne medføre at private investorer kan komme dårligere ut enn mer profesjonelle aktører.

¹⁴¹ Sæbø s 580.

Han er også bevist på de bevisproblemer som dette vil medføre. Endelig påpeker han at hvis det skal kreves transaksjonskausalitet, vil det innebære at investorer må investere betydelig tid og ressurser på å tilegne seg all tilgjengelig informasjon.

Af Sandeberg er enig med Sæbø i at kravet til transaksjonskausalitet er av normativ art.¹⁴³ Hun anser at et slikt krav vil ha store negative konsekvenser, og således ikke er ønskelig.

Etter min vurdering er vurderingen om at det etter alminnelig erstatningsrett ikke oppstilles noe krav til at årsakssammenheng skal konstateres på noen spesiell måte vel begrunnet. Ser man dog på hvorledes domstolene har behandlet dette kravet, er det allikevel klart at det kreves noe mer enn tapskausalitet.

Spesielt gir Investasaken (Borgarting lagmannsrett upubliserte dom 22.april 1998, i ankesak nr. 95-03002 A/01) uttrykk for at transaksjonskausalitet er nødvendig. Saken dreide seg erstatningskrav fra långiverne mot ledelsen i selskapet Investa. Dette selskapet finansierte sin virksomhet hovedsakelig gjennom innlån på det korte pengemarked. På grunn av omstendigheter i markedet, sviktet denne finansieringsformen, og Investa ble nødt til å søke gjeldsforhandlinger. Resultatet av dette ble en tvangsakkord på 25 % til kreditorene.

Saken skiller seg fra det foreliggende temaet, da det ikke var en aksjeemisjon som var foranledning til erstatningskravet. Det har allikevel paralleller til børsmarkedet, da lånesertifikatene ble omsatt på et marked, og det var et betydelig antall skadelidte.

Erstatningskravet var begrunnet med at ledelsen på en uaktsom måte hadde avgitt uriktig eller villedende informasjon i selskapets årsregnskap. Det ble også hevdet at ledelsen hadde holdt tilbake informasjon av betydning for de skadelidte vedrørende selskapets eierstruktur og virkningen dette hadde for kreditorene. Det forelå betydelig krysseierskap mellom de forskjellige selskaper i Investasystemet. Ved at dette ikke var opplyst til långiverne, gav regnskapene et uriktig bilde av selskapets soliditet.

¹⁴² Sæbø s. 582.

De skadelidte hevdet at de ikke ville deltatt med sine lån til selskapet, hvis de hadde hatt korrekt informasjon.

I første instans ble de saksøkte frifunnet under henvisning til manglende årsakssammenheng mellom den påviste uaktsomhet og saksøkernes tap.¹⁴⁴

Dommen ble påanket til lagmannsretten av 102 av de opprinnelig 104 saksøkerne. Lagmannsretten fant at ledelsen hadde utvist skyld, men frifant for erstatningsansvar under henvisning til at det ikke forelå tilstrekkelig årsakssammenheng. Lagmannsretten anførte at det var andre forhold enn de uriktig og villedende opplysningene som lå til grunn for at de skadelidte hadde ytet sine lån. Avgjørende hadde vært Investas sterke posisjon i markedet over lengre tid, samt at mange aktører, herunder større banker, ytet Investa lån.

Betydningen av de uriktige og villedende opplysningene ble tillagt liten vekt. Flertallet uttalte:

” Det foreligger ikke holdepunkter for å tro at noen av de ankende parter ville ha betenkt seg på å gi innlån til Investa selv om krysseiet hadde vært forklart i årsoppgjøret eller meddelt dem på annen måte.”

Lagmannsretten bygde altså sin avgjørelse på at det ikke forelå transaksjonskausalitet: De saksøkte ville ikke ha handlet på annen måte hvis de hadde hatt korrekte opplysninger. Etter rettens oppfatning hadde de skadelidte ikke godgjort at det uriktige årsregnskapet var årsaken til deres tap.

Dommen ble påanket til Høyesterett, men ble avvist av Høyesteretts kjæremålsutvalg under henvisning til tvml. § 373 tredje ledd nr. 4. Som begrunnelse anførte kjæremålsutvalget for det første at årsakskravet av lagmannsretten vesentlig bygde på bevisbedømmelse, og for det andre at ankeforhandlingene ville ha bli så omfattende at det ville gå utover behandlingen av Høyesteretts andre saker.

¹⁴³ Af Sandeberg, s 137

Kjæremålsutvalgets avgjørelse har blitt kritisert.¹⁴⁵ Kritikken er blant annet begrunnet med at den behandling som lagmannsretten foretok av årsaksspørsmålet ikke var tilfredsstillende. Retten foretok ikke den individuelle prøving av hver enkelt investors forhold som er påkrevd etter den tradisjonelle årsakslæren, noe som var helt upraktisk i denne saken p.g.a. antallet saksøkere. Saken illustrerer dermed ytterligere en svakhet ved anvendelsen av denne læren på dette området.

I Hafniasaken, se ovenfor under punkt 5.2.3, rettet Høyesteret kritikk mot emisjonsprospektet på visse punkter, men anså ikke at den uriktige informasjon var tilstrekkelig til å ilegge erstatningsansvar. Et sentralt moment for Høyesteret var at det ikke ble ansett å foreligge årsakssammenheng mellom opplysningen og det oppståtte tap. Høyesteret uttalte:

[...]. Det var da heller ikke forholdene i forbindelse med de nævnte kritikpunkter, men fortsatte væsentlige kursfald, som førte til Hafnias betalingsstandsning og konkurs”¹⁴⁶

Det må etter dette være klart at rettspraksis opererer med et krav til transaksjonskausalitet.

7.2 Kravet til adekvat årsakssammenheng

Hensynet til skadevolder gjør at erstatningsansvaret må avgrenses. Det ville ikke være holdbart om ansvaret skulle omfatte alle de skader som var følger av hans handling.¹⁴⁷

Etter alminnelige erstatningsrettslige regler er det således kun de påregnelige følger av den skadevoldende handling som skadevolder vil være ansvarlig for. Dette omtales ofte som et krav til adekvans.¹⁴⁸

¹⁴⁴ Oslo Byrettsdom av 13.9.1995.

¹⁴⁵ Normann Aarum (2002) s. 289.

¹⁴⁶ Høyesterets bemerkninger pkt 4 i.f.

¹⁴⁷ Lødrup s 331.

¹⁴⁸ Lødrup s 61.

For at kravet til adekvat årsakssammenheng skal være oppfylt, må det økonomiske tap som aksjetegnerne er påført, være en påregnelig følge av at opplysningene i prospektet var uriktig eller villedende.

Kravet til at skaden må være en adekvat eller påregnelig følge av den skadevoldende handling kan oppstilles som et selvstendig erstatningsvilkår på lik linje med ansvarsgrunnlag og årsakssammenheng. Men adekvansvurderingen kan også sees som en begrensningsfaktor ved vurderingen av årsaksspørsmålet.¹⁴⁹ Jeg har derfor valgt å behandle dette som et ledd i vurderingen av om det foreligger årsakssammenheng. I det følgende vil jeg gi noen eksempler på hvorledes kravet til adekvans kan begrense styremedlemmenes erstatningsansvar.

7.2.1 Begrensning av den erstatningsberettigede kretsen

Et børsemisjonsprospekt vil nå ut til et betydelig antall potensielle aksjetegnere. Dette er en klar fordel for selskapet, da dette øker muligheten til å skaffe kapital. Ulempen med dette er at styremedlemmene kan risikere å bli holdt erstatningsansvarlige ovenfor en tilnærmet ubegrenset krets av skadelidte. Prospektansvaret kan innebære en tilnærmet ubegrenset erstatningsberettiget krets, og styremedlemmene vil sjelden være søkegode for disse krav.

Internasjonalt har man hatt en debatt om omfanget av erstatningsansvaret for uriktig informasjon. Det såkalte informasjonsansvaret har blitt vurdert slik at det må underkastes andre og mer vidtgående begrensninger enn de som tradisjonelt har vært utviklet for person- og tingskader.¹⁵⁰

¹⁴⁹ Lødrup s. 332.

¹⁵⁰ Hagstrøm, (1995) s. 386.

En måte å forsøke å hjelpe på dette har i amerikansk rett kommet til uttrykk i det såkalte "floodgate argument", på norsk flodbølgeproblemet.¹⁵¹ som kom til uttrykk i dommer Cardozos votum i *Ultamares Corp v. Touche* saken:¹⁵²

"If liability for negligence exists (to third parties), a thoughtless slip or blunder, the failure to detect a theft or forgery beneath the cover of deceptive entries, may expose accountants to a liability in an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class. The hazards of business conducted on these terms are so extreme as to enkindle doubt whether a flaw may not exist in the implication of a duty that exposes to these consequences."

Det må presiseres at spørsmålet her var revisors ansvar ovenfor tredjemann. Revisor hadde revidert selskapets regnskap, og var inneforstått med at regnskapene skulle brukes som dokumentasjon ovenfor tredjemann, men hvem dette omfattet var ikke nærmere presisert. Kravet var begrunnet med långiverne hadde gitt lån i tillit til de regnskaper revisor hadde godkjent. De tapte sine penger da selskapet senere gikk konkurs. Retten konstaterte at revisoren hadde utvist uaktsomhet, men fant allikevel at erstatningskravet ikke skulle føre frem. Avgjørende var at et eventuelt erstatningsansvar ville bli altfor omfattende hvis man ikke begrenset den erstatningsberettigede kretsen.

Flodbølgeproblemet har blitt gjort gjeldende i situasjoner hvor den som legger frem opplysningene ikke er hatt kjennskap til størrelsen på kretsen av potensielt skadelidende, ei heller størrelsen på et eventuelt erstatningsansvar og videre ikke kjent til hvor lang levetid opplysningene vil ha. Disse vilkårene har blitt oppsummert som et krav til at avsenderen må ha kjent til "the end and aim" til opplysningene.¹⁵³ Kun skadelidte som er innenfor den gruppen som avsenderen mente å gi opplysningene til, samt har brukt dem til det formål som var avsenderens intensjon, vil kunne kreve erstatning som følge av det de har lidt tap som følge av at opplysningene var uriktige eller villedende.

Spørsmålet blir dermed om man kan anvende flodbølgeproblemet som en skranke for styremedlemmenes erstatningsansvar?

¹⁵¹ Lødrup s. 285.

¹⁵² *Ultamares Corp. V Touche*, 255 N.Y 170 (1931) , 274 N.E: 441, 74 A.L.R. 1139

¹⁵³ Af Sandeberg s 132

Selv om den erstatningsberettigede kretsen vil være stor også ved prospektansvaret, vil situasjonen allikevel være ulik den som gjelder ansvar ovenfor tredjemann. Styret må antas å være kjent med størrelsen på kretsen av mottakere som vil benytte prospektet, så vel som måten opplysningene vil bli brukt.¹⁵⁴ Kravet til "end and aim" vil således være oppfylt. Det synes derfor ikke rimelig å foreta en begrensning i den erstatningsberettigede krets.¹⁵⁵

En stor del av formålet med å børsnotere selskaper, er å kunne henvende seg til allmennheten for å skaffe kapital. Dette innebærer at man henvender seg til et stort antall potensielle aksjetegnere. Det ville skape en meget uheldig situasjon hvis et mulig erstatningsansvar skulle begrenses fordi det er så mange skadelidte. Aksjetegnerne er i stor grad avskåret fra å gjøre sanksjoner gjeldende overfor selskapet, og styrets erstatningsansvar bør derfor være et fullgodt substitutt.

De hensyn som tilsier at ansvaret for uriktig informasjon begrenses ovenfor tredjemenn, gjør seg altså ikke gjeldende ved styrets ansvar ovenfor primærmarkedet.

7.2.2 Betydningen av at opplysningene er spredt gjennom massemedia

Opplysningene i prospektet vil bli utsatt for tolkninger av analytikere og journalister, og resultatet av denne tolkningen vil bli spredt via media, og på den måten øker kretsen av potensielle skadelidte. Risikoen for at aksjetegneren skal få et uriktig inntrykk av opplysningene i prospektet må antas å øke ved at han baserer seg på en sekundærkilde istedenfor selve prospektet. Hvis opplysningene feiltolkes av den som gjengir i media, vil ikke tap som oppstår kunne kreves dekket av styremedlemmene¹⁵⁶

Dog kan det stilles spørsmål om styret skal holdes ansvarlig i de tilfeller uriktige eller villedende opplysninger i prospektet har blitt spredt gjennom massemedia?

¹⁵⁴ Af Sandeberg s. 132.

¹⁵⁵ Kleinemann s. 318, 438 og 523.

¹⁵⁶ Af Sandeberg s. 390.

I Sverige har Kleinemann argumentert med at det bør anvendes en såkalt ”massemediefaktor” i de tilfelle hvor aksjetegnere har blitt villedet av opplysninger fremkommet i media. I disse tilfelle skal styret kun holdes ansvarlige hvis de forsettelig har spredt de uriktige eller villedende opplysningene.¹⁵⁷

Kleinemanns synspunkt må sies å være en modifikasjon av flodbølgeproblemet, men som allikevel setter en ganske stor begrensning i hvem som kan fremme erstatningskrav. En stor del av aksjetegnere henter opplysninger fra massemedia¹⁵⁸

Ytterligere en innvending mot en slik begrensning av ansvaret, er at det må være påregnelig for de som står ansvarlige for prospektet at innholdet vil bli spredt gjennom media.

Konklusjonen hennes er at uriktige eller villedende opplysninger i prospektet, som blir gjengitt i media, bør medføre at den investor som har handlet i tillit til opplysningene har et erstatningskrav.

7.3 Kritikk mot det gjeldende krav til årsakssammenheng

Den måten kravet til årsakssammenheng har vært behandlet på i rettspraksis, viser at påhviler det den enkelte aksjetegner å godtgjøre at han har investert på grunnlag av de uriktige opplysningene som prospekter er beheftet med. Det blir da en forutsetning for å vinne frem med erstatningskravet at de uriktige opplysningene har vært tilgjengelig for aksjetegneren, og han må ha handlet i tillit til disse. Dette omtales gjerne som et krav til subjektiv tillitt¹⁵⁹

Ved å anvende dette kravet som et vilkår for å ilegge erstatningsansvar for uriktige og villedende opplysninger inntatt i emisjonsprospekter, vil resultatet bli en sterk reduksjon

¹⁵⁷ Af Sandeberg s. 133.

¹⁵⁸ Af Sandeberg s. 391.

¹⁵⁹ Normann Aarum (2002) s.280

i styrets ansvar. Da vil man risikere å få som resultat at de fleste krav som fremmes ikke vil føre frem.

Kritikken mot tillitskravet har først og fremst vært basert på at det pålegger skadelidte en meget vanskelig bevisbyrde som det vil være nesten umulig å oppfylle.¹⁶⁰

Beviskravene kan også tenkes å variere avhengig av hvem som er skadelidt.. Typisk vil det være mer sannsynlig at profesjonelle og institusjonelle investorer har handlet i direkte tillit til prospektet, mens en privat investor vil ha større sannsynlighet for å ha benyttet annenhåndsinformasjon, slik som media.

I tråd med alminnelige erstatningsregler må skadelidte bevise at han har lidt et økonomisk tap, at prospektet inneholder uriktige eller villedende opplysninger, at styremedlemmene har utvist culpa og endelig at det foreligger årsakssammenheng mellom de uriktige eller villedende opplysningene og hans beslutning om å investere i aksjen.

Videre må skadelidte i tråd med betingelseslæren vise at det var de uriktige eller villedende opplysninger som var årsaken til at han tegnet aksjer i emisjonen. Spørsmålet her blir hvilken bevisbyrde skadelidt skal pålegges for godtgjøre at han handlet i tillit til de uriktige eller villedende opplysningene.

Dette kan først avgjøres ved å stille spørsmålet om det er sannsynlig at de villedende opplysningene har påvirket den skadelidtes beslutning om å tegne aksjer.

Besvares dette spørsmålet negativt, vil skadelidte ikke være berettiget til erstatning.

Hvis det derimot besvares positivt, er dette ikke nødvendigvis tilstrekkelig til å tilkjenne erstatning. Dette fordi det allikevel må bevises at skadelidte har handlet i subjektiv tillit til de uriktige eller villedende opplysningene. Som det er påpekt ovenfor, kan det få betydning på hvilken måte skadelidte har blitt gjort kjent med opplysningene.

¹⁶⁰ Af Sandeberg s. 136

Resultatet blir etter dette at skadelidte for å være berettiget til erstatning må bevise at følgende kumulative krav er oppfylt:¹⁶¹

- i. han har lidt et økonomisk tap
- ii. Prospektet inneholdt uriktige eller villedende opplysninger.
- iii. Styremedlemmene har utvist culpa.
- iv. Aksjekursen er påvirket negativt som følge av de aktuelle opplysningene.
- v. Aksjetegningen ble gjort på grunnlag av de aktuelle opplysningene.

Et slikt strengt beviskrav vil føre til en rekke prosessstekniske problem.¹⁶²

Det er en utstrakt oppfatning at kravet til subjektiv tillit ikke fungerer tilfredsstillende som ansvarsbetingelse når det gjelder styremedlemmenes erstatningsansvar for uriktige og villedende opplysninger i prospekter. For en aksjetegner vil det gjeldende krav til årsakssammenheng innebære at et eventuelt erstatningskrav sjelden vil bli tilkjent. Styremedlemmer som har utvist skyld, kan allikevel unngå erstatningsansvar som følge av det ikke lar seg bevise at det forelå slik tillit.¹⁶³

Når det gjelder revisors ansvar ovenfor aksjonærene for uriktig informasjon i selskapets regnskaper er det hevdet at årsakskravet her må behandles lempeligere. Dette skyldes at ved børshandel av aksjer vil de færreste aksjekjøpere basere seg på studier av regnskapene:

”Slik sett kunne det dermed sies at årsakskravet sjelden kan være oppfylt for disse transaksjonene,[...] Imidlertid må det kunne hevdes at regnskapsinformasjonen må anses assimilert i aksjekursen som jo klart er motiverende for aktørene i aksjemarkedet. Å kreve at den enkelte aksjonær skal ha undersøkt for at disse skal anses motiverende, er ikke realistisk: dels er tilgangen på informasjon som ikke allerede er reflektert i aksjekursen, meget begrenset, dels vil kostnadene med å innsamle og bearbeide slikt materiale, være høye. **Dette taler for å at årsakskravet anses tilfredstilt når regnskapstallene har vært så villedende at det gir seg utslag i kursen.**[min utheving]”¹⁶⁴

¹⁶¹ Af Sandeberg, s. 137.

¹⁶² Af Sandeberg s. 137.

¹⁶³ Af Sandeberg s. 130.

¹⁶⁴ Hagstrøm (1995) s. 394.

Ved at de uriktige opplysningene har påvirket kursen på selskapets aksjer, og at investor har handlet i perioden hvor denne kurspåvirkning har gjort seg gjeldende, foreligger etter Hagstrøms oppfatning tilstrekkelig nærhet mellom de uriktige opplysningene og skaden til at årsakskravet er oppfylt.

Hagstrøm må forstås slik at han ikke vil innføre et alternativ til årsakslæren, men kun at det skal foretas en lempeligere praktisering.¹⁶⁵ Altså at det fortsatt må foretas en individuell vurdering av hver enkelt skadelidtes forhold. Han synes å strekke den tradisjonelle årsakslæren så langt at han ikke trenger å innføre noe alternativ til den for å oppnå en mer hensiktsmessig løsning.

7.4 Bør det innføres en presumsjon for at aksjetegner har handlet i tillit til de uriktige eller villedende opplysningene?

Catarina af Sandeberg argumenterer i sin doktoravhandling for å innføre et alternativ til det tradisjonelle årsakssammenhengskravet.¹⁶⁶ Hun mener det er mer hensiktsmessig å benytte en såkalt ”tillitspresumsjon.”:

”Ett alternativ till kravet på subjektiv tillit till uppgiften är att tilliten till den information som lämnas marknaden skall kunne presumeras.”¹⁶⁷

Ved at kravet til subjektiv tillit erstattes med en tillitspresumsjon, presumeres de uriktige opplysningene som er fremsatt, å ha påvirket investeringsbeslutningen.¹⁶⁸

En investor vil således være berettiget til erstatning hvis det foreligger uriktige eller villedende opplysninger i prospektet, og han har handlet aksjer i perioden før de opplysningene er korrigert.

¹⁶⁵ Normann Aarum (2002) s. 281.

¹⁶⁶ Af Sandeberg s. 138 flg.

¹⁶⁷ Af Sandeberg s 138 flg..

¹⁶⁸ Normann Aarum, (2002) s. 280.

Et hovedmoment i denne teorien springer ut fra amerikansk rett, og teorien om ”fraud on the market”.¹⁶⁹ (Markedsbedrageriteorien på norsk.) Denne er basert på teorien om et effektivt marked, hvor prisen på de omsettelige verdipapirer fastsettes utifra all den informasjonen som er tilgjengelig i markedet. Uriktig og villedende informasjon som finnes i prospektet vil etter en slik tankegang ha påvirket markedet, og herunder investorene, allerede fra det tidspunkt de blir offentliggjort.

I *Basic Inc. vs. Levinson*¹⁷⁰ benyttet den amerikanske føderale Høyesterett markedsbedrageriteorien til å foreta en lemping av årsakskravet. Saken dreide seg om et erstatningskrav mot selskapet og dets styremedlemmer fra tidligere aksjonærer. Aksjonærene hadde avhendet sine aksjer i en periode hvor det var blitt holdt tilbake opplysninger. Saksøkerne hevdet dette var villedende fra selskapets side, og krevde sitt tap erstattet. Kravet til årsakssammeng ble ansett som tilfredstilt:

” The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company’s stock is determined by the available material information regarding the company and its business. **Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. The causal connection between the defendants’ fraud and the plaintiffs’ purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentation** [min uthevnng.]”¹⁷¹

Også i Norden har markedsbedrageriteorien fått fotfeste.¹⁷² Teorien innebærer at man tilegger den informasjon som påstås å være skadevoldende større vekt.¹⁷³ Bakgrunnen for dette er at individuelle investorer relativt sjelden baserer seg direkte på prospektet, da de vil mangle den nødvendige kompetanse for å vurdere de opplysninger som fremkommer der.

Når aksjetegningen skjer til en kurs som er fastsatt av markedet basert på all tilgjengelig informasjon, anses kravet til årsakssammenheng mellom den uriktige informasjonen og aksjetegnerens tap å være oppfylt selv om han ikke har handlet i direkte tillit til de aktuelle opplysningene i det konkrete tilfellet.

¹⁶⁹ Af Sandeberg s. 138.

¹⁷⁰ 485 U.S. 224 (1988)

¹⁷¹ 485 U.S. 224 (1998) på s 241

¹⁷² Normann Aarum (2002) s. 280.

Konsekvensen av en slik rettsanvendelse blir store. Af Sandeberg påpeker at de skadelidte kan konsentrere seg om at de uriktige opplysningene var vesentlige.¹⁷⁴ Vesentligheten kan bevises gjennom å vise til opplysningenes påvirkning på markedet.

Aksepterer man denne tillitsteorien, blir betingelsene for erstatningsansvar at det foreligger tilstrekkelig ansvarsgrunnlag, økonomisk tap samt at investeringen skjer i perioden mellom offentliggjøringen av prospektet og en eventuell korrigerende av de uriktige eller villedende opplysningene.¹⁷⁵

Samuelssons syn er basert på at individuelle investorer relativt sjelden vil tegne aksjer på grunnlag av de opplysninger selskapet legger frem. Grunnen til dette er etter hans mening at ikke-profesjonelle investorer mangler, i motsetning til de profesjonelle aktørene på markedet, de nødvendige forutsetninger for å kunne vurdere de opplysninger som er fremkommet.¹⁷⁶ Han anser at kravet til årsakssammenheng mellom uriktig informasjon om selskapet og investors tap vil være tilfredstilt ved at aksjene er handlet til en kurs som er fastsatt av markedet på grunnlag av all relevant informasjon om selskapet, selv om investor ikke har handlet i tillit den avgitte informasjonen i det konkrete tilfellet.¹⁷⁷

Den begrunnelse som ble lagt til grunn av den føderale Høyesterett i *Basic v Levinson* saken, kunne like gjerne vært anført i *Investasaken* som er omtalt ovenfor.¹⁷⁸ Culpavurderingen i *Investasaken* var meget omfattende, men vurderingen av om kravet til årsakssammenheng var oppfylt var den samme i forhold til hver enkelt saksøker. Som Høyesterett ga uttrykk for ville en individuell vurdering av om kravet til årsakssammenheng var tilfredstilt for alle saksøkerne medføre store prosess tekniske problemer.

¹⁷³ Af Sandeberg, s. 139.

¹⁷⁴ Af Sandeberg s. 139.

¹⁷⁵ Krüger Andersen/ Jul Clausen. s. 188.

¹⁷⁶ Samuelsson s 91-94 og 309.

¹⁷⁷ Samuelsson s 148.

¹⁷⁸ Normann Aarum, (2002) s 290.

Kritikken av Investa-dommen viser at det burde vært oppstilt en presumsjon for at den enkelte investor hadde handlet i tillit til den informasjon som var gitt markedet. På denne måten kunne spørsmålet om det forelå årsakssammenheng vært knyttet til en vurdering av om feilen var vesentlig.¹⁷⁹

Høyesteretts kjæremålsutvalgs uttalelse om at årsaksvurderingen i vesentlig grad beror på bevisbedømmelse viser at den tradisjonelle fortolkningen av årsakskravet som lagmannsretten la til grunn er lite anvendelig i denne type saker.¹⁸⁰

Hagstrøms argumenter for en lempeligere tolkning av det tradisjonelle årsakskravet som er nevnt ovenfor, er til dels sammenfallende med det som anføres av Samuelsson som begrunnelsen for å innføre en tillitspresumsjon.¹⁸¹

Hagstrøm tolker den tradisjonelle årsakslæren så langt at han ikke trenger å innføre noe alternativ til denne. Resultatet blir det samme som tillitsteorien vil innebære, nemlig at det foreligger tilstrekkelig årsakssammenheng i de tilfelle hvor de uriktige eller villedende opplysningene har påvirket aksjekursen.

Uenighet hviler altså på hvorledes man skal gå frem for å konstantere årsakssammenheng. Begge sider er enige om at det ikke er hensiktsmessig å oppstille noe krav til den enkelte aksjetegner må ha handlet i subjektiv tillit til de uriktige eller villedende opplysningene. Mens Hagstrøm kan tolkes i retning av å ville benytte den tradisjonelle årsakslæren, vil tilhengerne av tillitspresumsjonen innføre et alternativ til denne.¹⁸²

Jeg er av den oppfatning at dagens rettsstilstand ikke er hensiktsmessig. Avgjørelsene i Investa- og Hafniadommen gir uttrykk for at det tradisjonelle årsakskravet begrenser ansvaret i altfor stor grad. Jeg deler af Sandebergs oppfatning om at uriktige eller villedende opplysninger i prospektet bør medføre erstatningsansvar for styret i de tilfelle

¹⁷⁹ Normann Aarum (2002) s 290.

¹⁸⁰ Normann Aarum, (2002) s 291.

¹⁸¹ Normann Aarum (2002) s 281.

¹⁸² Normann Aarum (2002) s. 282.

hvor opplysningene har påvirket aksjekursen, uavhengig av om opplysningene var motiverende for aksjetegnerne.¹⁸³

Ved å innføre tillitspresumsjonen som en erstatning for kravet til årsakssammenheng, vil man få et mer effektivt vern av investorenes interesser. Selv om dette må gjøres på bekostning av vernet av styret, anser jeg at dette er en rimelig løsning. Det har i den senere tid vært en utvikling som har gått i retning av mer fokus på styrets ansvar og plikter, og en endring av rettstilstanden på området for prospektansvaret vil være i tråd med denne utviklingen.

Selv om det kan fremstå som radikalt å innføre et alternativ til den tradisjonelle årsakslære, er det ikke sikkert at forskjellene behøver å bli så store. Som Hagstrøms artikkel gir uttrykk for kan man langt på vei oppnå det samme med å tolke årsakslæren vidt.

Tillitspresumsjonen vil gjøre det lettere å vinne frem med et erstatningskrav mot styret, men det er viktig å huske på at det fortsatt er øvrige vilkår som må være oppfylt: Styremedlemmene må ha utvist tilstrekkelig skyld, og de uriktige eller villedende opplysningen må ha vært vesentlige.

Kritikken mot å innføre tillitspresumsjonen vil først og fremst være at det i for stor grad forutsetter at markedet er effektivt. Dette innebærer at all tilgjengelig informasjon skal avspeiles i tegningskursen, noe som ikke alltid vil være tilfelle. Videre vil det i mange tilfelle være andre forhold enn de uriktige eller villedende opplysningene som har påvirket kursen.

Dette argumentet kan møtes med at det avgjørende må være om de uriktige opplysningene faktisk har påvirket kursen, uavhengig av hvor effektivt markedet er.¹⁸⁴

Alt i alt fremstår altså tillitspresumsjonen som den mest hensiktsmessige løsningen på kravet til årsakssammenheng ved uriktige eller villedende opplysninger i prospektet.

¹⁸³ af Sandeberg s. 143

7.4.1 Er tillitspresumsjonen anvendbar i primærmarkedet?

Tillitspresumsjonen er ment å regulere ansvaret for uriktig informasjon på sekundærmarkedet.¹⁸⁵ Anvendelsen av tillitspresumsjonen kan medføre problemer i primærmarkedet

Avgjørende for skillet mellom disse to markedene vil være om det er selskapet selv som foretar en emisjon av nye aksjer, eller om det er tidligere utstedte aksjer som omsettes. Primærmarkedet omfatter den første offentlige emisjonen av et selskaps aksjer samt senere emisjoner hvor det emitterende selskapet er selger av aksjene og dermed part i transaksjonen. Sekundærmarkedet omfatter alle etterfølgende transaksjoner med selskapets aksjer.¹⁸⁶

Ved emisjoner vil handelen foregå på primærmarkedet, altså direkte mellom det emitterende selskapet og aksjetegnere. I disse tilfelle vil det ikke tilsvarende måte være en børskurs som kan legges til grunn, slik det er på sekundærmarkedet. I utgangspunktet vil det derfor ikke være et effektivt marked som fastsetter aksjekursen.

Prisen som aksjene verdsettes til i primærmarkedet vil skje etter en vurdering av selskapet. Tegningskursen vil derfor i stor grad reflektere all tilgjengelig informasjon om selskapet. Tegningskursen også vil være påvirket av subjektive faktorer, for eksempel at tilstrekkelig spredning av aksjen oppnås.

På tross av disse forskjellene bør tillitspresumsjonen kunne anvendes på primærmarkedet.¹⁸⁷ Det sentrale vil da være vurderingsprosessen som ligger til grunn for fastsettelsen av tegningskursen. Den enkelte investor vil sjelden tegne aksjer på grunnlag av spesifikke opplysninger, men vil i stor grad bli påvirket av hvordan profesjonelle aktører vurderer emisjonen. Selv i primærmarkedet vil prisen påvirkes av

¹⁸⁴ af Sandeberg s. 143.

¹⁸⁵ af Sandeberg s. 141.

¹⁸⁶ af Sandeberg s 47.

¹⁸⁷ af Sandeberg s 142.

den informasjonen som tilgjengelig for markedet.¹⁸⁸ Spesielt gjelder dette når aksjetegningen skjer gjennom en såkalt bookbuildingprosess. Dette er en vanlig måte å gjennomføre større emisjoner. Emisjonskursen blir da fastsatt å bakgrunn av utvalgte investorers indikative tilbud om tegning eller kjøp av aksjer. Det er de institusjonelle og utvalgte større private investorene som deltar i denne prosessen.

Normann Aarum deler af Sandeborgs oppfatning. I sin doktoravhandling fra 1994 er hun dog skeptisk til anvendelsen av Samulssons årsaksteori på spørsmålet om styrets ansvar for uriktig informasjon ved kapitalutvidelser.¹⁸⁹ I sin artikkel i TfR i 2002 gir hun derimot uttrykk for at hun deler af Sandeborgs oppfatning om at innvendingene mot anvendelsen av tillitspresumsjonen ikke bør være avgjørende.

Konklusjonen blir således at tillitspresumsjonen kan anvendes på handler i primærmarkedet. Denne oppfatning synes å gi det beste resultat, da de i mange tilfelle kan være liten forskjell på de respektive markedene. Selv på primærmarkedet vil det sjelden være direkte kontakt mellom aksjetegner og selskapet. Som regel vil det være et meglerforetak som tar seg av selve aksjetegningen. For aksjetegnerer vil det være lite gunstig om erstatningskravet skulle være avhengig av hvordan aksjetegningen skjedde. Det må antas at de opplysninger som gis i prospektet, vil avspeiles både i emisjonskursen og i markedet for øvrig.

7.4.2 Skal det være adgang for styret til å motbevise tillitspresumsjonen?

Bevisbyrden for at det foreligger nødvendig årsakssammenheng, er det normalt den skadelidte som har.¹⁹⁰ Ved at man innfører en tillitspresumsjon vil det ikke lenger være nødvendig for skadelidte å godtgjøre at det foreligger subjektiv tillit.

¹⁸⁸ Normann Aarum (2002) s. 282.

¹⁸⁹ Normann Aarum (1994) s 444.

¹⁹⁰ Lødrup, s. 317.

Derimot reiser anvendelsen av tillitspresumsjonen spørsmålet om hvorvidt det skal være adgang for skadevolder til å motbevise den. Af Sandeberg må antagelig forstås dit hen at det ikke skal være adgang til det.¹⁹¹

Det er dog fremmet et mer moderat synspunkt, som innebærer at bevisbyrden snus.¹⁹² Det blir da opp til styremedlemmene å føre motbevis for at det ikke foreligger årsakssammenheng. Synspunkt er begrunnet i at skadevolder ikke bør fratas muligheten til å motbevise tillitspresumsjonen. Grunnen til dette kan være at andre forhold enn den uriktige informasjon har påvirket kursen.

Hvis man velger å åpne for en adgang til å motbevise tillitspresumsjonen, vil det i tilfelle hvor det kan godtgjøres at investor har kjent det til de korrekte forhold, ikke foreligge årsakssammenheng mellom hans tap og styremedlemmenes erstatningsbetingende forhold.

Spørsmålet om hvor bevisbyrden for årsakssammenheng skal ligge ble behandlet i en sak for Høyesteret gjengitt i UfR 2000 s 2176. I saken ble en bank holdt erstatningsansvarlig for uriktige opplysninger i en børsmelding. Høyesteret fant at bankens opplysninger i børsmeldingen var ”åpenbart uriktig” og at banken bevisst hadde villedet markedet om et forhold av vesentlig betydning for kursdannelsen. Høyesteret vurderte videre kravet til årsakssammenheng. Høyesteret uttalte:

”Det er usikkert, hvorledes den enkelte deltager i emissionen ville have handlet, hvis banken havde udsendt en korrekt børsmeldelse [...]. En tvivl herom bør imidlertid ikke komme banken, som udsendte den vildledende meddelse, til gode. Høyesteret finder derfor, at banken som udgangspunkt skal dække det tab, som en investor har lidt ved i tillid til riktigheten af børsmeddelsen at have undladt afhændelse. **Banken har ikke antageliggjort at Thrane [saksøker] ikke i februar 1990 ville have solgt hele sin aktiebeholdning, hvis børsmeddelsen havde været rigtig.** [min uthevnning]¹⁹³

Høyesteret ila altså skadevolder bevisbyrden for at de uriktige opplysningene ikke hadde påført skadelidte et tap og foretok samtidig en lemping av kravet til årsakssammenheng.

¹⁹¹ Normann Aarum (2002) s. 283.

¹⁹² Normann Aarum, (1994) s.. 247.

¹⁹³ UfR 2000 s. 2167 på s. 2185.

Højesterets vurdering av bevisbyrdespørsmålet skyldes nok i stor grad at børsmeldingen var ”åpenbart uriktig” samt ”at banken herved i egen interesse bevidst vildleder markedet om forhold af væsentlig betydning for kursdannelsen.”¹⁹⁴

Højesterets resultat har blitt ansett som rimelig fordi banken hadde utvist en grovere form for skyld.¹⁹⁵

Også norsk Høyesterett har åpnet for å snu bevisbyrden. I Rt. 2000 s. 679 ble en bank pålagt bevisbyrden for at en kunde ville ha vært påført tap uavhengig av bankens uaktsomme opptreden. Saken dreide seg om et erstatningskrav mot DnB. Banken ble holdt erstatningsansvarlig på grunnlag av utvist uaktsomhet i tilknytning til finansiell rådgivning. Saksøker hadde plassert penger i usikrede omsetningsgjeldsbrev som var utstedt av AS Investa. Da det ble åpnet gjeldsforhandlinger i dette selskapet, med en tvangsakkord på 25 % til de usikrede kreditorene reiste saksøker krav om å få dekket sitt tap av DnB. Høyesterett fant at banken ikke hadde opptrådt med den nødvendige aktsomhet i sin rådgivning ovenfor saksøker. Høyesterett la særlig vekt på den manglende aktivitet DnB hadde utviste for å etablere et selvstendig grunnlag for sine plasseringsråd om Investa ovenfor Investa. Spørsmålet i saken ble dermed om det hadde påvirket hendelsesforløpet hvis banken hadde foretatt selvstendige analyser av Investa. DnB anførte at en slik analyse ikke ville ha frembrakt noe som kunne skape tvil om Investas kredittverdighet. Til dette uttalte Høyesterett:

”Vi står her overfor den type hypotetiske begivenhetsforløp der banken må bære bevisbyrden for den usikkerhet som knytter seg til det alternative forløpet, jf. Rt. 1996 side 1718.”

Høyesterett konkluderte med at det ikke kunne anses motbevist at en faglig høyt kvalifisert analyse fra bankens side ville ha konkludert med at utlån til Investa innebar en risiko som var markert høyere enn bankinnskudd. Høyesterett konkluderte også med at det forelå årsakssammenheng mellom svikten i rådgivningen og saksøkers tap.

¹⁹⁴ Krüger Andersen/ Jul Clausen s 169.

Selv om Høyesteretts vurderinger ikke er direkte overførbart til prospektansvarets område, åpner resultatet for at det kan bli aktuelt å pålegge styremedlemmene bevisbyrden for at investor ikke hadde handlet annerledes hvis de uriktige opplysningene ikke var blitt tatt med i prospektet. Et slikt syn har blitt fremmet i juridisk teori.¹⁹⁶

Åpnes det for en slik bevisførsel, vil resultatet kunne bli like belastende for rettssystemet som det tradisjonelle årsakskravet er i dag. Skal det være tilstrekkelig at skadevolder godtgjør at andre forhold har påvirket kursen, eller må det bevises at investorene har lagt andre opplysninger til grunn for sin aksjetegning. Dette reiser spørsmål av meget hypotetisk art, og vil føre til en stor belastning for rettssystem. Styremedlemmer med store ressurser tilgjengelig kan da gjøre sakene så store og kompliserte at investorer vil vegre seg mot å fremme erstatningskrav.

Alt i alt må det anses å gi den beste løsningen å avskjære muligheten til å motbevise tillitspresumsjonen. I den senere tid har rettsutviklingen gått langt i retning av å tillegge styremedlemmene et mer omfattende ansvar. Innføringen av et slikt lempeligere årsakskrav og en omvendt bevisbyrde for årsakssammenheng synes å være en litt unødvendig mellomstasjon på vei mot det et bedre investorvern.. Ved å innføre tillitspresumsjonen fullt ut vil man øke fokuset på at de opplysningene som tilføres markedet er korrekte. Dette vil være et viktig steg på veien for å øke tilliten til verdipapirmarkedet. Rettsanvendelsen blir da konsentrert om det som bør være det sentrale, nemlig skyldvurderingen og spørsmålet om de uriktige opplysningene i tilstrekkelig grad har påvirket aksjekursen. Hvis disse vilkårene foreligger, må hensynet til investorene veie tyngst. Å være styremedlem generelt, og spesielt i et børsnotert selskap, er et viktig verv som består av mange plikter så vel som et potensielt omfattende ansvar. En innføring av tillitsteorien vil bidra til å klargjøre dette ansvaret.

¹⁹⁵ Normann Aarum (2002) s. 284.

¹⁹⁶ Se f. eks. Normann Aarum (2002) s 284.

8 Økonomisk tap

For at det skal bli aktuelt å gi skadelidte kompensasjon i form av en erstatningsutbetaling, er det etter alminnelige erstatningsrettslige regler nødvendig at det blir påvist et økonomisk tap. Erstatningen skal gi den skadelidte et beløp som så eksakt som mulig tilsvarer det lidte tap.¹⁹⁷ Fastsettelsen av hva som skal regnes som erstatningsberettiget tap er problematisk ved et eventuelt erstatningsansvar for uriktige eller villedende opplysninger i emisjonsprospektet.

8.1 Hvilket tap kan kreves erstattet?

Sentralt i vurderingen er det faktum at det vil være snakk om erstatning for ren formuesskade. Rene formuesskader kjennetegnes ved at erstatningsbeløpene kan bli meget omfattende, og antall skadelidte kan bli stort.¹⁹⁸ Ren formuesskade kan defineres som skade som oppstår ”isolert uten noen forutgående tings- eller personskade, f. eks ved at noen følger et uheldig råd om kjøp av en eiendom til en pris som viser seg å være for høy”¹⁹⁹

Slik skade skiller seg fra det som kalles person - eller tingsskade. Ved slik skade vil formuestape være en følge av en skade på person eller ting, eksempelvis inntektstap som følge av personskade, eller reparasjonsomkostninger ved skade på ting.

Erstatningsbeløpet for rene formuesskader vil bli satt til den reduksjon i formue som skadelidte har blitt påført.²⁰⁰

¹⁹⁷ Af Sandeberg s 398.

¹⁹⁸ Af Sandeberg. s. 131.

¹⁹⁹ Normann Aarum (1994) side 74.

²⁰⁰ Lødrup s 409.

Ikke enhver reduksjon i aksjekursen vil kunne kreves erstattet. Tapet må være ha en viss vesentlighet. Af Sandeberg argumenterer med at det må stilles krav til en reduksjon i aksjekursen på minst 10 %.²⁰¹

Et slikt krav synes rimelig. Et kurstap på mindre en 10 % vil antagelig ikke kunne føres tilbake til en vesentlig opplysning som kreves for at det skal foreligge ansvarsgrunnlag. Opplysningen vil heller ikke kunne sies å tilfredsstille kravet til årsakssammenheng. Hvis kursendringene er mindre enn dette, må tapet anses være dekket av den normale risiko som aksjehandel er forbundet med. Tapet kan således ikke anses å være en erstatningsmessig skade.²⁰²

For aksjetegnerne vil det heller ikke være hensiktsmessig å forfølge et tap som er mindre enn 10 %. Kostnadene vil da sannsynligvis langt overstige et eventuelt erstatningsbeløp.

Ved å anvende differanselæren kan utgangspunktet for å bestemme det økonomiske tap som aksjetegneren har lidt, tas ved å sammenholde tegningskursen og den kurs som aksjene ville ha hatt dersom prospektet ikke hadde hatt uriktige opplysninger.²⁰³

Det er en rekke andre måter å beregne det økonomiske tap på, men uansett hvilken metode man velger, må erstatningsbeløpet fastsettes etter en nøye vurdering. Skadelidte skal ha erstattet sitt tap, men ikke mer enn det.²⁰⁴

²⁰¹ Af Sandeberg s 116.

²⁰² Samuelsson s 289.

²⁰³ Af Sandeberg s 402

²⁰⁴ For en oversikt over alternative beregningsmetoder, se af Sandeberg s 398 ff.

8.2 Begrensing av ansvaret

Hvis utviklingen går i retning av å gjøre det lettere å vinne frem med erstatningsansvar ovenfor styret, reiser det seg et naturlig spørsmål om adgangen til å begrense dette ansvaret.

Den svenske aktiebolagskommittén har avgrenset selskapets ansvar til kun å omfatte aksjetegnere i primærmarkedet basert på hensynet til selskapskreditorene.²⁰⁵ En slik avgrensing mot aksjetegnere i sekundærmarkedet kan virke tilfeldig.²⁰⁶ Videre vil som nevnt ovenfor styremedlemmens erstatningsansvar ikke ha innvirkning på selskapskreditorene.

En bedre måte å avgrense ansvaret på er å innføre korte frister til å gjøre et mulig erstatningsansvar gjeldende. Af Sandeberg foreslår en frist til å fremme krav på seks måneder etter at skadelidte fikk kunnskap om at opplysningene var villedende..²⁰⁷ Videre skal det ikke være mulig å fremme krav senere enn tre år fra det ble offentliggjort at prospektet inneholdt uriktige opplysninger.²⁰⁸ Dette ligner på den reklamasjonsfrist man kjenner fra kjøpsretten, og gir uttrykk for å være en hensiktsmessig avgrensing av ansvaret også for styremedlemmene.

²⁰⁵ SOU 2001: 1 s 267-268

²⁰⁶ Normann Aarum (2002) s 270.

²⁰⁷ Af Sandeberg Kommentar. 7 i kommentaren til lovforslaget.

²⁰⁸ Normann Aarum (2002) s 270.

9 Øvrige temaer

9.1 Styreansvarsforsikring

Det er ovenfor påpekt at erstatningskravet mot styremedlemmene kan bli så stort at det ikke vil være mulig å få dekket dette gjennom å gå på styremedlemmene personlig. En mulighet styret har til å sikre seg mot slike ruinerende krav, er å sørge for at det blir tegnet en forsikring som skal dekke eventuelle erstatningskrav.

Tidligere var det ikke vanlig at styret hadde slik ansvarsforsikring. På midten av 1990-taller var det kun et relativt lite antall styrer som hadde slik forsikring.²⁰⁹ Til en viss grad skyldes nok dette at slik forsikring kan ha blitt ansett å ha en kravsfremmende effekt. Videre har premiene vært av slik størrelse at det ikke har vært ansett som kostnadsbærende å tegne forsikring.²¹⁰

I de senere tider er det mye som tyder på at denne oppfatning har endret seg. Det synes å være en stigende forståelse for at slike forsikringer er et gode.²¹¹ Nå må det anses som vanlig at styret er ansvarsforsikret.²¹² I dag har 60 prosent av de selskaper som er notert på Oslo Børs tegnet styreansvarsforsikring.²¹³

Spørsmålet blir således om styret er tjent med å tegne slike forsikringer. Vil antallet saker øke, eller vil forsikringene kun dekke et allerede eksisterende behov? Det er nevnt ovenfor at det tidligere var en utbredt oppfatning om slike forsikringer var kravsfremmende. Dette synspunktet kan ikke lenger være avgjørende. Det økende

²⁰⁹ Normann Aarum (1994) s. 95.

²¹⁰ Normann Aarum (1994) s.95.

²¹¹ Werlauff s 416

²¹² Af Sandeberg s. 405. (Dette gjelder Sverige, men tilsvarende må antas å gjelde for Norge.)

fokuset som har vært på styrets plikter og ansvar følger naturlig av den utviklingen som har foregått i de senere år. Debatten om corporate governance har bidratt til at aksjonærenes interesser har blitt fremhevet, og har ført til at det blir stilt stadig strengere krav til styrets arbeid med forvaltningen av selskapet.

Innflytelsen fra USA må også antas å ha hatt innflytelse. Der har erstatningskrav tradisjonelt blitt brukt i større utstrekning enn hva som har vært vanlig i norsk rett.²¹⁴ Det har blitt påpekt at amerikanske investorer med aksjer i europeiske selskaper har begynt å bringe erstatningskrav mot styret inn for domstolsbehandling.²¹⁵

Tradisjonelt har man fryktet en utbredt bruk av styreansvarsforsikringer, da det har vært antatt at styret vil være mer tilbøyelig til å handle i strid med sine plikter, hvis de ikke risikerer personlig ansvar uansett hvilken aktsomhet de utviser.²¹⁶

I juridisk litteratur har det derimot blitt antatt at det motsatte kan være tilfelle, og at styreansvarsforsikringer har en preventiv effekt ved at styreansvarsforsikringer kan bidra til å gjøre styremedlemmene mer bevisst på hvilken risiko et styreverv er forbundet med.²¹⁷ Forsikringsselskapene har egne program for å øke sikkerheten, og det er vanlig at forsikringsvilkårene inneholder krav til sikringstiltak.²¹⁸ Dette vil kunne føre til at styret sørger for å skaffe seg bedre kontroll, og deltar mer aktivt i selskapet.

Som påpekt ovenfor, vil en økende bruk av styreansvarsforsikringer kunne medføre at det vil bli mer attraktive å reise erstatningssøksmål mot styrene. Dette vil igjen kunne føre til en bredere rettspraksis som vil være med på å belyse dette rettsområdet i større grad enn det tradisjonelt har vært.

Alt i alt må det konkluderes med at styreansvarsforsikringer spiller en viktig rolle for verdien av mulige erstatningskrav. En mer utstrakt bruk av slike forsikringer vil bidra til

²¹³ Jf Ukeavisen Ledelse og Næringsliv nr 14, 11. april 2003.

²¹⁴ Normann Aarum (1994) s. 96.

²¹⁵ Ukeavisen Ledelse Næringsliv nr 14, 11. april 2003.

²¹⁶ Af Sandeberg s 406.

²¹⁷ Werlauff, s 417.

²¹⁸ Af Sandeberg s. 407.

aksjetegnere får et bedre vern, og at det blir sikrere å delta på verdipapirmarkedet.²¹⁹ Jeg er av den oppfatning at økt bruk av slike forsikringer ikke vil være hvileputer for styremedlemmene, men vil bidra til at styrets aktsomhet øker, og at antall berettigede krav således vil bli redusert.

9.2 Betydningen av ansvarsfraskrivelser

Det er vanlig at prospekter inneholder ansvarsfraskrivelser. Dette gjøres for å unngå, eller minimere et eventuelt erstatningsansvar for de som står ansvarlig for prospektet, herunder styret.²²⁰

Slike ansvarsfraskrivelser kan ha forskjellig innhold. For det første kan de tenkes at de inneholder en total avskjæring av ansvar for riktigheten av hele eller deler av prospektet. Anerkjennes slike ansvarsfraskrivelser som gyldige, vil styret ikke bli erstatningsansvarlige, selv om vilkårene for erstatning foreligger.

For det andre kan ansvarets omfangs søkes begrenset. Enten ved at det totale erstatningsbeløp fastsettes, eller ved at det kun en viss prosent av det lidte tap vil bli erstattet.

Gyldigheten av slike ansvarsfraskrivelser er et rettslig meget vanskelig tema, uten noen sikre konklusjoner. På denne bakgrunn valgte Charlotte af Sandeberg å avgrense mot dette emnet i sin doktoravhandling.²²¹

Jeg har valgt å berøre temaet, men denne fremstillingens rammer setter allikevel en begrensning for hvor dypt jeg kan gå inn på redegjørelsen. Jeg vil derfor i det følgende gi en kort fremstilling av hva som er gjeldende rett for ansvarsfraskrivelser.

²¹⁹ Af Sandeberg s. 407.

²²⁰ Normann Aarum (2002) s. 253.

²²¹ af Sandeberg s. 42.

Rettsoppfatning i Norge har tradisjonelt vært at det er adgang til å fraskrive seg ethvert erstatningsansvar dog ikke ansvar for egen forsettelig eller grovt uaktsom skadeforvoldelse.²²²

Rettsutviklingen har gått i retning av en mer nyansert løsning, hvor ansvarsfraskrivelsen gyldighet blir avgjort på bakgrunn av en skjønnsmessig vurdering av dens rimelighet med forankring i det urimelighetskriteriet som er nedfelt i avtalelovens § 36.²²³

Hagstrøm oppsummerer domstolenes praksis vedrørende tolkning av ansvarsfraskrivelser på følgende måte:

”Undertiden brukes restriktiv tolkning, undertiden synspunkter om at forutsetningene for påberopelse av klausulen er falt bort, eller at det er i strid med partenes forutsetninger om klausulen skal komme til anvendelse etter sin ordlyd.”²²⁴

En ansvarsfraskrivelse på prospektansvarets område vil lett kunne bli ansett som en urimelig. Det er en grunnleggende forutsetning for de regler som gjelder for utarbeidelsen av prospekt at det skal stå en eller flere ansvarlige parter bak. Uten et slikt ansvar vil prospektets stilling som troverdig informasjonsformidler bli meget redusert.

Aksjetegnernes interesser må være et tungtveiende moment for å begrense adgangen til å gjøre ansvarsfraskrivelser gjeldende. De har et behov for å kunne stole på at den informasjon som tilkommer markedet er korrekt. Det vil være urimelig at det i tillegg til den alminnelige risiko de løper ved å tegne aksjer, også skulle bære risikoen for styrets uaktsomhet.

Ansvarsbegrensninger må således kun i meget begrenset utstrekning kunne sies å være gyldige på dette rettsområdet.

²²² Hagstrøm, (2003) s. 624

²²³ Hagstrøm, (2003) s. 630.

²²⁴ Hagstrøm (2003) s. 638.

9.3 Forbrukervern for aksjetegnere?

Af Sandeberg tar i sin doktoravhandling opp spørsmålet om det er hensiktsmessig med et forbrukervern på verdipapirmarkedet.²²⁵ Bakgrunnen for dette er det store antall private investorer som i dag deltar i emisjoner og eier aksjer.

Hva som blir konsekvensene av et slikt forbrukervern ved emisjoner er uvisst. Sentralt står spørsmålet om prospektene må tilpasse de private deltagerne, slik at de kan nyttiggjøre seg prospektet.

Som det fremgår ovenfor er de mindre investorene neppe tjent med at det oppstilles krav om en forenklet versjon selskapsopplysninger.

Selv om kjøpslovenes regler i utgangspunktet også omfatter aksjekjøp, er lovene primært utformet med tanke på andre former for kjøp.²²⁶ Da aksjerettslige regler må antas å gå foran i som følge av prinsippet om *lex specialis*.

Det er derfor mer hensiktsmessig at forbrukerne søkes vernet gjennom verdipapirforetakenes rådgivningsansvar ovenfor sine kunder, jf vphl § 9-2,²²⁷ Etter denne regelen plikter verdipapirforetaket ved utførelsen av ordre å vurdere investors profesjonalitet.

Forbrukerne kan også vernes gjennom forbud mot reklame for emisjoner.²²⁸ Ved børsnoteringen av Telenor og Statoil ble det benyttet massive reklamekampanjer for å øke allmennhetens interesse i å delta i emisjonen. Slike kampanjer medfører at opplysninger om selskapet fremsettes andre steder og på en annen måte enn i prospekter.²²⁹ Dette vil kunne føre til at flere forbrukere får et kunstig behov for å tegne aksjer uten at den nødvendige risikovurderingen blir gjennomført. Prospektene bør fortsatt være den primære informasjonskilde ved emisjoner. Markedsføringskampanjer

²²⁵ Af Sandeberg, side 396.

²²⁶ Normann Aarum (2002) s 275.

²²⁷ Normann Aarum (2002) s 278.

²²⁸ Normann Aarum (2002) s. 278.

²²⁹ Normann Aarum s (2002). s.. 279

vil lett kunne føre til at de negative sider ved selskapet i alt for stor blir skjøvet til side til fordel for de positive sider.

10 Oppsummering

Fremstillingen har tatt for seg vilkårene for at styremedlemmene skal kunne holdes erstatningsansvarlig for tap deltagerne i en børsemisjon har lidt som følge av at emisjonsprospektet inneholder uriktige eller villedende opplysninger.

Fortolkningen av prospektet bør gjøres med utgangspunkt i det objektive fortolkningsprinsipp, men ved utformingen av innholdet bør det forutsettes at prospektet leses av personer med den nødvendige kompetanse, slik som profesjonelle investorer. Å verne de private investorene gjennom å forenkle prospektet vil kunne medføre at prospektet gir et uriktig bilde av selskapet. Forbrukernes interesser antas å være best vernet gjennom verdipapirforetakenes vurdering av prospektet.

Når det gjelder kravet til skyld, konkluderer jeg med at styremedlemmenes erstatningsansvar er et uaktsomhetsansvar, og at det ikke foreligger hjemmel for et objektivt ansvar.

Spesiell oppmerksomhet har kravet til årsakssammenheng fått, da jeg anser den gjeldende rettstilstand som kritikkverdig. Min konklusjon er at man ved å anvende en presumsjon for tillit får en mer hensiktsmessig rettstilstand. Tillitspresumsjonen bør innføres uten mulighet for å føre motbevis. I stedet for å avgrense erstatningsansvaret på

bakgrunn av en påregnelighetsvurdering, vil det gi en bedre løsning å tidsbegrense den perioden kravet kan fremmes.

Erstatningsutmålingen kan skje på bakgrunn av differanselæren. Det dog finnes alternative beregningsmåter, som kan gi et annet resultat.

Fremstillingen kan synes å gå langt i å vektlegge styrets ansvar til fordel for aksjetegneres interesser. Dette skyldes i stor grad at det tradisjonelt har vært styrets interesser som har vært tilgodesett når det gjelder erstatningsansvar ovenfor aksjetegnere. For at en mer rettferdig interesseavveining skal oppnås, må nødvendigvis dette gå på bekostning av styret.

11 Litteraturliste

- af Sandeberg af Sandeberg, Catarina. *Prospektansvaret - caveat emptor eller caveat venditor*. Uppsala 2001.
- af Sandeberg af Sandeberg, Catarina. *Kommentar till Aktiebolagskommitténs förnyade överväganden i SOU 2001:1*. 2001.
- Kommentar
- Andenæs Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. Oslo 1998.
- Bergo Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Oslo 1998.
- Dotevall Dotevall, Rolf. *Bolagsledningens skadeståndsansvar*. Stockholm 1999.
- Dotevall Dotevall, Rolf *Bolagsledningens skadeståndsansvar*. Stockholm 1999.
- Edgren Edgren, Kenneth. *Nytt EG-direktiv om prospekt*. Nordisk tidsskrift for selskapsrett nr. 1 2003. s 95 ff.
- Gomard Gomard, Bernhard, *Board members liability for damages, corporate governance and directors liabilities*. Berlin 1985.
- Hagstrøm (1995) Hagstrøm, Viggo. *Regnskapsmessig estimering og privatrettslig bundethet og ansvar*. Lov og Rett nr. 7 1995 s. 375 flg.
- Hagstrøm (2003) Hagstrøm, Viggo. *Obligasjonsrett*. Oslo 2003.
- Hov Hov, Jo. *Avtaleslutning og ugyldighet*. 3. utgave. Oslo 2002.
- Kleinemann Kleinemann, Jan. *Ren förmögenhetsskada – särskilt vid vilseledande av annan än kontraktspart*. Stockholm 1987.
- Knudsen Knudsen, Gudmund. *Selskapets ansvar for uriktige eller villedende opplysninger ved aksjetegning og kjøp av aksjer*. Tidsskrift for Forretningsjus nr. 4 1997 s. 1-flg.
- Krüger Andersen/Jul Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen. *Børsretten*. 2. Udgave. København 2003.
- Clausen

Lau Hansen	Lau Hansen, Jesper. Debattinnlegg. Hentet fra http://www.jur.ku.dk/medarbejdere/jesperlauhansen/debat.htm
Lewitt	Lewitt, Arthur, <i>Between caveat emptor and caveat venditor: The middle ground of litigation reform</i> . 22 nd annual securities regulation institute, Conference paper. San Diego 1995.
Lødrup	Lødrup, Peter. <i>Lærebok i erstatningsrett</i> . 4. utgave. Oslo 1999.
Normann Aarum (1994)	Normann Aarum, Kristin. <i>Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper</i> . Oslo 1994.
Normann Aarum (2002)	Normann Aarum, Kristin. <i>Prospektansvaret – behov for nytenkning?</i> Tidsskrift for Rettsvitenskap 1-2/2002 s 239- flg.
Samuelsson	Samuelsson, Per. <i>Information och ansvar. Om börsbolagens ansvar för bristfällig information på aktiemarknaden</i> . Stockholm 1991.
Sæbø	Sæbø, Rune. <i>Innsidehandel med verdipapir</i> . Bergen 1995.
Werlauff	Werlauff, Erik. <i>Selskabsret</i> . 4. udgave. København 2002.
Werpen	Werpen, Fredrik Buchardt. <i>Ugyldig tegning i aksje- og kommandittselskap</i> . Lov og Rett 2001 s. 624 flg.
Aarbakke	Aarbakke, Magnus. <i>Aksjetegning, ugyldighet, mislighold og ansvar</i> . Tidsskrift for rettsvitenskap 1989 s 333 flg.

11.1 Offentlige publikasjoner

NOU 1992:29	Lov om aksjeselskaper.
NOU 1996:2	Verdipapirhandel.
NOU 1999:3	Organisering av børsvirksomhet mv.
Ot.prp. nr. 29 (1996-97)	Om lov om verdipapirhandel.
SOU 2001:1	Ny aktiebolagslag.

11.2 Forkortelser

Asal.	Lov om allmennaksjeselskaper 13.juni 1997 nr. 45
Rt.	Norsk Retstidende
Tvml.	Lov om rettergangsmåten for tvistemål (tvistemålsloven) av 13. august 1915 nr. 6.
UfR	Ugeskrift for Retsvaesen
Vphl.	Lov om verdipapirhandel av 19.juni 1997 nr. 79.